

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE EN BUSINESS ANALYSIS & INTEGRATION

Quelles méthodes de valorisation pour les clubs sportifs précisément les clubs de football ?

Coulibaly, Sanga

Award date:
2020

Awarding institution:
Université de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



QUELLE MÉTHODE DE VALORISATION POUR LES CLUBS SPORTIFS PRÉCISÉMENT LES CLUBS DE FOOTBALL ?

Sanga Abdoul-Razak COULIBALY

Directeur: Prof. P. Giot

Mémoire présenté
en vue de l'obtention du titre de
Master 120 en sciences de gestion, à finalité spécialisée
en Business Analysis & Integration

ANNEE ACADEMIQUE 2019-2020

Je tiens à remercier tous ceux qui ont contribué à ce mémoire de fin d'étude.

Tout d'abord, j'aimerais remercier mon promoteur, Dr Pierre Giot, pour ses conseils utiles, sa compréhension, sa disponibilité et sa réactivité. Un grand merci à vous et à l'Université de Namur pour les connaissances inculquées au cours de ce master.

Deuxièmement, je voudrais exprimer mes remerciements à ma famille spécialement mes parents, M. Siriki Coulibaly, et Mme Dje Dethe Honorine. Merci de me donner continuellement les moyens d'atteindre mes objectifs. Je tiens également à remercier ma compagne pour son soutien.

Merci à tous pour votre soutien, vos conseils et vos encouragements.

Tables des matières

Introduction	4
Première partie Définition du projet et du cadre théorique	6
Chapitre 1 : Contexte du projet et définition de la problématique	6
I. Environnement de stage : Présentation de ING Belgique	6
1. Historique de la banque	6
2. Description et activités de ING Belgique	6
II. L'obtention d'un mandat dans les transactions de fusions et acquisitions.....	10
1. L'introduction de ING Belgique.....	10
2. Le profil de l'entreprise et les tendances du marché	10
3. La valorisation de l'entreprise	11
4. Les potentiels acquéreurs et cibles, le processus et la conclusion	11
III. Périmètre et définition de la problématique	12
1. Périmètre du projet	12
2. Définition de la problématique et de la question clé	12
Chapitre 2 : Revue de littérature	14
I. Généralité sur les transactions de fusions et acquisitions.....	14
1. Les types de transactions de fusions et acquisitions.....	15
1. Le processus des transactions de fusions et acquisition	16
2. Les avantages et les limites au développement des fusions et acquisitions	17
II. Le rôle des banques d'affaires et des autres acteurs clés des transactions de fusions et acquisitions.	19
1. Les cabinets de conseil en stratégie	19
2. Les banques d'affaires	20
3. Les banques d'investissement et de financement	20
4. Les avocats d'affaires et les fiscalistes	20
5. Les auditeurs financiers et les experts comptables	21
6. Les cabinets de conseil en IT	21
7. Les régulateurs.....	21
III. La valorisation d'entreprise : facteur déterminant des transactions de fusions et acquisitions	22
1. La valorisation par la méthode patrimoniale	22
2. La valorisation par les multiples.....	23
3. La valorisation par l'actualisation des flux futurs	26
Deuxième partie : Design d'un cadre de solution	31

Chapitre 3 : Recherche de méthodes de valorisation	31
I. Cadre du projet	31
1. L'univers sportif	31
2. Discussions sur la valorisation des clubs sportifs.....	33
II. Modèle économique d'un club de football.....	35
III. Les canevas de valorisation	37
1. La méthode des multiples appliquée aux clubs de football	37
2. La méthode d'actualisation des flux futurs (DCF, DDM) appliquée aux clubs de football	39
3. La valorisation par le modèle multivarié de Markham.....	41
Chapitre 4 : Application de la méthode de valorisation	46
I. Application de la méthode multivariable	46
1. Actifs nets + Revenus	47
2. Le ratio (Revenus + Bénéfices net) / Revenus	47
3. Le pourcentage de remplissage du stade	48
4. Le ratio salarial	49
5. Valeur des clubs.....	49
II. Discussion des résultats.....	50
Conclusion.....	53
Bibliographie.....	56
ANNEXES	59

Introduction

Le monde des affaires connaît des changements perpétuels occasionnés par les ambitions stratégiques de développement des entreprises. Pendant de longues décennies le modèle de développement classique des entreprises était la croissance interne c'est-à-dire déclencher le développement de ses activités en réalisant des investissements afin d'accroître ses capacités internes. Depuis le vingtième siècle, on assiste à des vagues de transactions de fusions et acquisitions. Ces transactions de fusions et acquisitions se sont intensifiées de plus en plus depuis le début des années 2000 où les transactions sont effectuées par milliers chaque année (Hitt, et al., 2001). Les transactions de fusions et acquisitions sont devenus des moyens plus rapides de développement pour les entreprises. Ceddaha (2004) définit les transactions de fusions et acquisitions comme étant la mise en commun d'actifs impliquant deux ou plusieurs entités. Ces transactions apparaissent le plus souvent comme des opérations de cessions dans lesquelles un acheteur acquiert les actifs à un prix convenu avec le vendeur.

Les transactions de fusions et acquisitions ne se sont pas limitées qu'aux entreprises, elles se sont élargies jusqu'au domaine sportif. En effet, on assiste de plus en plus à des transactions où les clubs sportifs notamment les clubs de football font l'objet d'acquisition. Cette vague d'acquisition des clubs de football s'est intensifiée en raison du fait que le football brasse énormément d'argent. D'où le fait que certains investisseurs s'intéressent de plus en plus au football et à l'acquisition de club de football.

Lorsqu'une transaction de fusion ou acquisition est réalisée et est annoncée, l'opinion publique est très souvent en admiration surtout lorsque le montant global de la transaction est colossal, mais ils ne perçoivent que la partie émergée de l'iceberg. En effet, la partie immergée de l'iceberg c'est-à-dire la préparation du deal est une tâche tout aussi laborieuse et très souvent longue. Les opérations d'acquisitions sont très souvent présentées comme étant des ouvertures de fenêtres stratégiques mais qui sont barrées par des épais rideaux (Pike & Neale, 2003). Ce qui veut dire que les transactions de fusions et acquisitions sont des investissements risqués qu'il faut prendre le temps d'évaluer. L'un des points importants des transactions de fusions et acquisitions est la valorisation de la cible, car celle-ci sert de base de négociation entre les deux parties sur la valeur d'acquisition. La valorisation est une tâche peu aisée dans la détermination de la valeur de la cible, car cela nécessite une certaine expertise et des méthodes très techniques pour arriver à déterminer une valeur correcte.

En ce qui concerne les clubs sportifs, la valorisation est encore plus compliquée que dans les cas des entreprises. Cette difficulté survient non seulement au niveau de la connaissance de l'univers du sport, mais aussi au niveau de la méthode à appliquer pour déterminer la valeur correcte d'un club.

C'est dans cette optique que ING Belgique, entreprise d'accueil du stage dans le cadre du mémoire-projet opérant comme partenaires dans le conseil et l'accompagnement des entreprises dans les transactions de fusions et acquisitions, a décidé de s'intéresser à l'univers du sport notamment du football, en ayant pour projet de disposer d'une méthode de valorisation des clubs de football. Cette méthode de valorisation permettra à la banque de prendre part aux transactions de fusions et acquisitions dans le football.

Les objectifs de ce mémoire-projet sont de définir le projet et son cadre d'analyse théorique dans un premier temps. Pour ce faire, ce livrable portera dans sur la définition du contexte, les enjeux et le périmètre du projet à savoir la présentation de l'entreprise, le secteur dans lequel elle évolue et les questions clés reliées au projet. Ensuite, l'analyse du cadre théorique portera sur la définition des concepts-clés ainsi que les cadres théoriques pouvant être utilement mobilisés pour ce projet. Deuxièmement, ce mémoire-projet aura pour objectif de porter une analyse sur les différentes méthodes de valorisation, afin d'en dégager la méthode optimale pour l'évaluation des clubs de football européen. Enfin, des recommandations seront faites aux professionnels de la banque ING Belgique quant à la méthode de valorisation à adopter pour l'évaluation des clubs de football.

Première partie Définition du projet et du cadre théorique

Chapitre 1 : Contexte du projet et définition de la problématique

I. Environnement de stage : Présentation de ING Belgique

Ce chapitre traitera d'abord de la présentation de ING Belgique l'entreprise d'accueil. La présentation de ING prendra en compte son histoire, la description de ses activités.

Ensuite, dans ce chapitre seront décrites le périmètre et les missions liées au département dans lequel se déroule le stage. Enfin, la définition de la problématique qui mettra en exergue la question à résoudre et aussi les questions annexes.

1. Historique de la banque

ING Belgique est le résultat d'une longue série de fusions et de changements structurels depuis sa création. En effet, à l'origine la banque était connue sous le nom de **Banque de Bruxelles Lambert** résultat de la fusion entre la **Banque de Bruxelles** et la **Banque Lambert** en 1975. La Banque de Bruxelles fondée en 1871 a connu une croissance régulière depuis sa création et opérait en tant que banque traditionnelle et gestionnaire d'entreprises industrielles basées en Belgique et en Afrique tandis que la Banque Lambert était une banque familiale qui a développé rapidement ses services et son réseau à travers l'acquisition de plusieurs banques privées (www.about.ing.be, 2019).

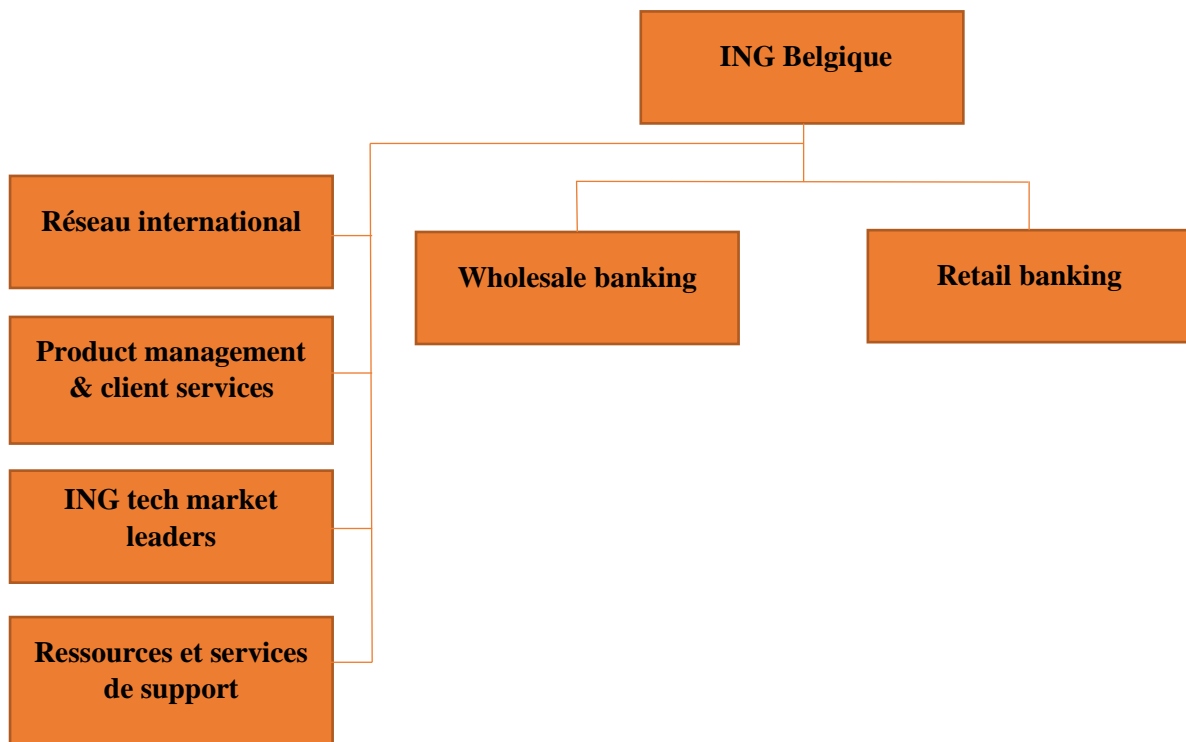
Depuis 1998, la Banque de Bruxelles Lambert est acquise par le groupe bancaire néerlandais ING dont elle détient 100% des actions. En 2003, la Banque de Bruxelles Lambert change de dénomination sociale pour devenir ING Belgique (www.about.ing.be, 2019).

2. Description et activités de ING Belgique

Les activités bancaires de ING sont réparties en deux principaux pôles que sont le **wholesale banking (banque de gros)** et le **retail banking (banque de détail)**. Cette organisation est nécessaire afin de garantir une efficacité optimale des processus décisionnels rapides. À côté

de cette répartition de ses activités bancaires, ING dispose de d'autres divisions dites fonctionnelles donc de support dont les activités permettent de soutenir ses activités bancaires afin de délivrer des services de qualités répondant aux attentes de ses clients. Ses divisions fonctionnelles sont **le réseau international, product management & client services, ING tech market leaders, ressources et services de support** (www.about.ing.be, 2019).

figure 1 : organisation des activités de ING Belgique



a. Les activités bancaires

Comme mentionné ci-dessus les activités bancaires de ING sont divisées en deux pôles que sont :

- Le retail banking

Le retail banking est un service bancaire adressé à deux types de clients qui sont les particuliers d'un côté et les professionnels et entreprises d'un autre côté.

Les services bancaires proposés aux particuliers sont subdivisés en deux catégories à savoir les services adressés aux particuliers ayant des avoirs de moins 500.000 euros et les services adressés aux clients fortunés ayant 500.000 euros ou plus en portefeuille dits service de private banking. Les services de private banking consistent en la gestion de patrimoine qui peut se faire sur base discrétionnaire c'est-à-dire la banque assume l'entière responsabilité ou sur base de

conseil où la banque agit que sous autorisation du client à chaque transaction (www.about.ing.be, 2019).

Les services bancaires proposés aux professionnels et entreprises sont également divisés en deux catégories dont l'une est pour les indépendants, professions libérales et petites entreprises dont le total bilan est inférieur à 400.000 euros. L'autre catégorie est dédiée au segment des moyennes entreprises avec un total bilan de plus de 400.000 euros et un chiffre d'affaires de moins de 250 millions d'euros et aux clients institutionnels, tels que les services publics, les hôpitaux, les congrégations, les établissements d'enseignement, les organisations syndicales ou les fonds de pension. Ces clients constituent un segment important pour ING Belgique qui requièrent néanmoins une approche spécifique (www.about.ing.be, 2019).

Le modèle de distribution d'ING Belgique est une approche multi-canaux qui essaye de répondre aux besoins évoluant des clients. Ce modèle est basé sur 3 piliers : digital, un réseau d'environ 650 agences et interaction à distance. Chacun des piliers répond à un besoin client (www.about.ing.be, 2019).

- **Wholesale banking**

Ce deuxième pôle bancaire s'occupe des grandes entreprises et les institutionnels qui constituent un autre segment de clients clés d'ING Belgique. Wholesale Banking Belgique fait partie intégrante, en termes de produits et secteurs, du réseau international Wholesale Banking réparti dans plus de 40 pays (www.about.ing.be, 2019). Ce pôle est reparti en plusieurs départements qui sont :

- **Corporate Clients Belgium** : ce département est en charges des grandes entreprises en ce qui concerne le financement, risk management et conseils.
- **Financial Institutions** : la clientèle de ce département est composée des banques et autres institutions financières, des compagnies d'assurances, des fonds de placement, etc. Il propose des produits opérationnels comme les paiements, le financement structuré des sociétés mères et des filiales, l'émission d'actions et d'obligations, ainsi que certains produits couvrant le risque de change et de taux.
- **Corporate Finance** : ce département est en charges des transactions sur les marchés des capitaux et des opérations de fusions et acquisitions.
- **ING Equity Markets** est un acteur principal sur le marché des actions dans le Benelux. À cet effet, le département compte sur une analyse qualitative des actions, un bon accès aux investisseurs institutionnels européens et nord-américains

- **Le Financial Markets** propose une gamme complète de produits de fonds, de couverture et d'investissement pour les clients ING Retail/Private Banking, Entreprises, Corporate et Financial Institutions

b. Les divisions fonctionnelles

- Réseau international

Le groupe ING est présent dans les domaines du retail y compris midcorp, private et commercial banking, assurances-vie, leasing et commercial finance, sur le marché bancaire en Belgique et au Luxembourg. En Belgique, le groupe est également actif en assurances non-vie, Real Estate Development et Real Estate Investment Management.

- Product management et client services

La division Product Management et Client Services assure une responsabilisation et une transparence de bout en bout, tout en s'alignant sur les objectifs stratégiques des segments de clientèle. Le pôle « Client Services » institutionnalise l'approche axée sur le client à travers tous les processus et assure un suivi de l'expérience client du début à la fin. Quant à « Product Management », sa mission consiste à garantir la compétitivité de l'offre existante, à concevoir de nouveaux produits et à innover.

- ING tech market leaders (Belgique et Pays-Bas)

Le département ING Tech Market leaders (Belgique et Pays-Bas) mise sur l'agilité, la performance et les résultats pour soutenir les ambitions d'ING et faire face aux défis rencontrés dus aux progrès technologiques et aux nombreuses mutations dans le secteur bancaire. Acquérir de nouvelles compétences, en temps voulu, dont l'objectif est de répondre aux attentes évoluant perpétuellement des clients, tout en offrant un service fiable et efficace à ING Belgique et aux divisions internationales d'ING Group.

- Ressources et services de support

Les départements de support, tels que HR, la communication, l'audit, compliance et l'immobilier sont sollicités pour le fonctionnement journalier, qui s'intègrent également dans la structure fonctionnelle du groupe ING. Leurs activités sont cependant marquées par de nombreux accents locaux.

II. L'obtention d'un mandat dans les transactions de fusions et acquisitions

L'obtention d'un mandat dans les transactions de fusions et acquisitions est le principal objectif des banques d'affaires. ING en tant que banque d'affaires doit démontrer son expertise et sa capacité à pouvoir mener à bien sa mission lors des transactions de fusions ou d'acquisitions qui est d'aider son client à vendre l'entreprise à un meilleur prix dans le cas d'un mandat de sell-side ou d'acquérir une entreprise à des conditions satisfaisants les attentes de son client dans le cadre d'un mandat de buy-side. Afin de pouvoir convaincre ses clients de son expertise et de son expérience, ING Belgique utilise comme moyen de communication le pitch. À travers le pitch, ING Belgique présente au top management de l'entreprise une série d'information pertinente sur l'entreprise et ses activités, son environnement et la valeur à laquelle l'entreprise peut être vendue. Les sections suivantes donneront un aperçu sur les différents points que couvrent de manière générale les pitches préparés par ING pour l'obtention de mandats.

1. L'introduction de ING Belgique

La première section qui constitue les pitches préparés est la présentation de ING Belgique et son équipe professionnel. Cette présentation porte sur ING comme étant un partenaire expérimenté pour toutes les transactions de fusions et acquisitions dans le Benelux et dans le monde de manière globale. Les informations fournies pour introduire ING Belgique concernent :

- Le classement européen des banques
- La présence de la banque à travers ses implantations dans le monde
- Les secteurs d'activités que la banque couvre
- La présentation de son équipe professionnelle du département Corporate finance
- Les distinctions obtenues et une liste de deals de grandes envergures réalisés

Tous ces éléments cités ne sont pas exhaustifs, l'introduction de la banque peut se faire avec d'autres informations en plus de celles susmentionnées, tout dépend des informations que les directeurs aimeraient présenter en fonction des clients.

2. Le profil de l'entreprise et les tendances du marché

Cette partie du pitch est une partie très importante car elle permet dans un premier instant de montrer au client (entreprise) que l'on a une bonne connaissance de l'organisation et de ses activités. Ces informations couvrent les aspects suivants :

- Les activités de l'entreprise

- La stratégie de l'entreprise et son business modèle
- Le time line de son actionnariat c'est-à-dire l'ensemble des individus ou organisations ayant détenus la majorité des parts sociales de l'entreprise à travers le temps
- Les informations financières clés sur généralement les trois dernières années
- Ses implantations et les marchés sur lesquels elle est présente
- Une brève biographie de ses dirigeants

L'ensemble de ses informations doivent être pertinentes et à jour afin de démontrer la compréhension de ING de l'entreprise globalement et même sur certains détails. La collecte d'information se fait au moyen d'outil et de plateformes d'informations tels que S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters, Mergermarket, etc...

Quant aux tendances du marché dans lequel évolue l'entreprise, ING fait une analyse de l'évolution du marché afin de détecter les opportunités liées soit à la vente de l'entreprise soit à l'acquisition d'une autre entreprise. De par son expertise ING collecte des informations globale sur le marché en collectant par exemple des chiffres clés sur les entreprises concurrentes, elle fait aussi une analyse de l'environnement dans lequel l'entreprise évolue sur des aspects technologiques, nouvelles réglementations, et elle fait aussi une analyse concurrentielle pour savoir les points fort et points faibles de l'entreprise par rapport à ses concurrents.

3. La valorisation de l'entreprise

La valorisation est l'élément crucial du pitch car il donne une idée de la valeur à laquelle l'entreprise peut se vendre. Les méthodes de valorisation principalement utilisées par ING Belgique sont la valorisation par les multiples des entreprises comparables ou en anglais **comparable company analysis model (CCA model)** et les multiples de transaction ou en anglais **company transaction analysis model (CTA model)**. L'utilisation de ses modèles facilite la tâche de valorisation des entreprises étant données la majorité d'information préalablement collectées permettent d'établir les paramètres nécessaires pour déterminer une valorisation correcte. D'autres méthodes de valorisation peuvent être utilisées mais cela dépend du cas auquel est confrontée la banque.

4. Les potentiels acquéreurs et cibles, le processus et la conclusion

Après avoir donné une valeur de l'entreprise, ING Belgique dressent une liste de potentiel acquéreurs dans le cadre d'une vente ou alors une liste de potentielles cibles dans le cadre d'une

acquisition. Cette liste est composée en général de sociétés de capital-investissements, d'entreprises concurrentes ou encore de petits family offices.

Une fois que les potentielles acquéreurs ou cibles identifiés, ING Belgique dresse un chronogramme qui retrace les différentes étapes clés jusqu'à ce que le deal soit bouclé.

La banque conclut le pitch par une clause de non-responsabilité stipulant que les informations contenues dans le pitch servent que de base de discussion avec les parties concernées et ne peuvent créer en aucun cas une obligation pour la banque.

III. Périmètre et définition de la problématique

1. Périmètre du projet

Le projet se déroule au sein du département **Corporate finance** dont les activités consistent à réaliser des opérations de fusions et acquisitions pour le compte de ses clients que ce soit dans le cadre d'une vente ou d'une acquisition. En effet, le département Corporate finance joue le rôle de partenaire pour les entreprises ou investisseurs voulant acquérir des entreprises et dans le sens inverse pour les entreprises ou organisations voulant se vendre. La gestion de ce département est assurée par trois managing directors qui sont les « originateurs » des deals dont le chef est monsieur Michael Van Eenoo. En ce qui concerne la gestion quotidienne des deals et des transactions ce sont les directors qui sont un niveau hiérarchique en dessous des managing directors dont le chef des transactions est monsieur Davy Vandenheede.

2. Définition de la problématique et de la question clé

Le problème posé trouve son origine dans le fait que le sport se développe de plus en plus avec une augmentation de nombre de clubs sportifs. De plus, le sport est un système qui de nos jours brasse beaucoup d'argent grâce à la popularité de certains sports mais aussi la popularité des sportifs. Le développement rapide de l'industrie sportive suscite depuis ces dernières années une attention particulière en raison des moyens financiers qui sont investis et cela a conduit à des réglementations pas encore totalement connues des professionnels qui ont été mises en place pour contrôler cette industrie. L'objectif de la résolution de ce problème est d'avoir une certaine lisibilité des actifs des clubs et de la valeur de ces actifs.

Au regard des faits énumérés plus haut, on peut donc déduire que le problème de ING Belgique est la mise en place d'une méthode de valorisation des clubs sportifs notamment les clubs de

football étant donné que le football est le sport roi et que cet univers reste encore inconnu pour la banque. Alors la question clé se formule de la manière suivante : **Quelles méthodes de valorisation pour les clubs sportifs précisément les clubs de football ?**

Cette question est la question principale à laquelle le mémoire-projet répondra, cependant de cette question principale découle d'autres questions subsidiaires dont il sera important de répondre puisque les réponses à ces questions subsidiaires nous serviront comme éléments de réponse à la question principale. Ces questions sont les suivantes :

- **Quel est le modèle économique d'un club de football ?**
- **Quels sont les canevas de valorisation possibles pour les clubs de football ?**

Pour conclure, ce chapitre a présenté dans un premier temps brièvement l'entreprise d'accueil pour le mémoire-projet ce qui nous a permis de comprendre son organisation, ses activités et le marché dans lequel elle évolue. Deuxièmement, la démarche de ING pour l'obtention d'un mandat dans les transactions de fusions et acquisitions. Enfin, la problématique soumise par l'entreprise d'accueil dans le cadre du mémoire-projet a été définie ainsi que les questions clés. Tous ces éléments nous ont permis de nous introduire dans le contexte de ce mémoire-projet et de saisir entièrement le principal problème de celui-ci.

Chapitre 2 : Revue de littérature

Les transactions de fusion et acquisitions ou M&A sont très courantes dans le monde des affaires et emmènent avec elles des changements importants voire des répartitions de la donne dans l'environnement des affaires. Cependant il faut noter que les transactions de fusions et acquisitions ne prennent pas qu'en compte les entreprises impliquées, en effet ces transactions font intervenir d'autres acteurs que sont les experts dans ces transactions tels que les banques, les cabinets spécialisés dans la finance d'entreprise et d'autres intermédiaires. La complexité des transactions de fusions et acquisitions rend la présence de ces intermédiaires indispensables. De nombreuses littératures académiques résultantes de recherches spécialement sur les aspects de la finance d'entreprise et des méthodes de valorisation des sociétés ont été publiés afin de servir de guide de base pour les professionnels de ce métier.

Ce chapitre aura pour objectif de faire le point sur les différentes opinions et techniques utilisées concernant les fusions et acquisitions. Cela se fera d'abord par une petite généralité sur les transactions de fusions et acquisitions c'est-à-dire les types de transactions fusions et acquisitions, son déroulement, ses avantages et les échecs des fusions et acquisitions et les limites à son développement. Deuxièmement, le rôle de la banque et des intermédiaires dans les opérations de fusions et acquisitions fera l'objet d'une petite discussion. Enfin, ce chapitre abordera les techniques de valorisation en tant facteur déterminant des fusions et acquisitions.

I. Généralité sur les transactions de fusions et acquisitions

Les transactions de fusions et acquisitions ont pour principale objectif de prendre le contrôle dans le but de servir les motivations personnelles des organisations initiatrices et ces transactions peuvent se faire selon plusieurs approches. La plus connue de ces approches est l'offre public d'achat ou aussi connu sous l'acronyme OPA, cette approche consiste à faire une proposition publique d'achat des parts sociales d'une société cotée en bourse pour un prix des actions largement supérieur à la valeur de marché de ces dites actions (Berk & DeMarzo, 2017, pp1033-1034). L'objectif de cette approche est d'obtenir la majorité des actions en incitant les actionnaires à vendre leurs parts sociales moyennant une prime élevée. Un autre moyen peut être utilisé pour prendre le contrôle d'une cible qui est le ramassage d'action consistant à l'achat des actions discrètement de la cible en petite quantité et progressivement au

risque d'alerter le marché et de voir augmenter la valeur des actions (Berk & DeMarzo, 2017, pp1033-1034). Ces méthodes de prise de contrôle sont uniquement valables dans le cas des sociétés cotées en bourse, dans le cas des sociétés non-cotées alors les acquéreurs entrent en négociations directement avec la cible pour trouver un accord de gré à gré.

Cette section mettra en exergue les lignes générales des éléments théoriques concernant les transactions de fusions et acquisitions.

1. Les types de transactions de fusions et acquisitions

Il existe différents types de transaction fusions et acquisitions selon la nature des entreprises cibles qui sont :

- Les fusions et acquisitions verticales

Ce type de fusion et acquisition concerne les entreprises qui acquièrent d'autres entreprises opérant dans la même industrie ou secteur d'activité mais qui sont à des étapes différentes de la filière industrielle (Berk et DeMarzo, 2017, p.1025). Comme illustration une entreprise fabriquant des chaussures pourrait alors dans ce cas de figure acquérir une entreprise de distribution de chaussure pour s'approprier son réseau de magasin. L'objectif derrière les fusions et acquisitions verticales est l'élargissement des activités à d'autres d'étapes de la filière industrielle en vue de la contrôler entièrement.

- Les fusions et acquisitions horizontales

Dans ce type de transaction les entreprises acquièrent d'autres entreprises dans le même secteur d'activité et qui commercialisent les mêmes produits et services c'est-à-dire qui sont à la même étape de la filière industrielle (www.wallstreetmojo.com, 2019). Si nous reprenons l'exemple ci-dessus, l'entreprise fabricante de chaussure pourrait acquérir une autre entreprise fabricante de chaussure. Ce type de transaction a pour objectif soit d'agrandir ses capacités de production ou soit pour d'autres raisons concurrentielles comme par exemple acquérir des compétences rares d'un concurrent.

- Les fusions et acquisition conglomérats

Dans ce cas, deux compagnies opérant dans des secteurs d'activités complètement différents soit fusionnent ou l'une prend le contrôle de l'autre dans le but s'élargir dans d'autres secteurs d'activités pour créer un conglomérat afin de réduire les risques en cas de conjonctures économiques défavorables dans un secteur (www.docurex.com, 2016).

- Les fusions et acquisitions concentrique

Ce type de transactions concerne deux entreprises ayant le même marché cible c'est-à-dire les mêmes clients mais qui proposent des produits ou services différents (www.docurex.com, 2016). À titre d'exemple une entreprise fabriquant des ordinateurs pourrait acheter une entreprise fournisseur de logiciels informatiques.

1. Le processus des transactions de fusions et acquisition

Les transactions de fusions et acquisitions passent par plusieurs différentes étapes jusqu'à l'aboutissement du projet. Ces étapes diffèrent selon la position prise par l'entreprise en d'autres termes si l'entreprise est dans la position d'acquéreur ou position de « buy-side » en anglais ou si elle dans la position de vendeur ou « sell-side » en anglais. Ces étapes sont :

- **Étapes 1 : phase de pré-acquisition**

Cette phase est la première étape du processus de la transaction de fusion ou acquisition qui consiste à une auto-évaluation de l'entreprise et de ses capacités à pouvoir réaliser la transaction. Si l'entreprise est dans la position buy-side alors elle fait une évaluation de ses besoins pour la transaction ainsi que la définition d'une stratégie post fusion de croissance à travers la cible (www.wallstreetmojo.com, 2019). Si l'entreprise est plutôt dans la position de sell-side c'est-à-dire que les actionnaires veulent céder l'entreprise alors l'entreprise fera une auto-évaluation pour déterminer ses capacités actuelles et ainsi savoir les opportunités stratégiques que pourraient bénéficier les futurs acquéreurs.

À ce niveau cette auto-évaluation permettra à terme de définir le profil de l'entreprise à acquérir pour le buy-side et le profil de l'acquéreur pour le sell-side.

- **Étape 2 : phase de recherche et évaluations des cibles potentielles ou acquéreurs potentielles**

Cette phase est en lien direct avec la phase précédente car une fois le profil de la cible ou de l'acquéreur est déterminé, il est plus facile de pouvoir avoir des possibles candidats pour démarrer les transactions. Cette phase aussi permet de mettre en place une bonne stratégie pour acquérir ou vendre une entreprise mais aussi de faire le choix du ou des cabinets conseils spécialisé dans les transactions de fusions et acquisitions.

- **Étape 3 : phase d'investigation ou de due diligence et de valorisation de l'entreprise cible**

Pendant cette phase les potentiels acquéreurs vont mener leurs propres investigations en plus de l'information mémorandum présentant en détails la cible afin d'obtenir plus d'informations et une analyse approfondie. Ces investigations ou due diligence se font lors de l'ouverture de

la data room qui est l'accès à toutes les informations interne fourni par la cible (www.wallstreetmojo.com, 2019). C'est pendant cette phase qu'est aussi fait une valorisation préliminaire de l'entreprise à cible.

- **Étape 4 : phase de négociations**

Une fois que l'entreprise cible ou acquéreur est sélectionnée, alors démarre les négociations des termes de la transaction à savoir le prix et les modalités de l'acquisition. Cette phase résulte sur l'accord définitif entre les deux parties.

- **Étape 5 : la phase post-fusion ou acquisitions**

Si toutes les phases précédentes sont remplies alors les parties concernées par la transaction font ensemble une annonce formelle de la transaction.

2. Les avantages et les limites au développement des fusions et acquisitions

Les transactions de fusions et acquisitions ont de nombreux avantages qui motivent de plus en plus ces transactions. En effet, ces transactions sont des moyens souvent simples d'atteindre certains objectifs stratégiques de la majorité des sociétés acquéreuses. Kaen (1995, p860) avait identifié deux importantes raisons qui pourraient expliquer les prises de contrôle d'entreprises par d'autres à savoir la décision de prise de contrôle affecte la vie d'un certain nombre d'individus et des communautés de manière générale et aussi que cela apporte des changements importants dans la structure des entreprises et des industries dans le sens où cela affecte l'efficience économique et les concurrences. Quelles qu'en soient les raisons, il est indéniable que les transactions de fusions et acquisitions ont des avantages importants que sont :

- Réduire l'intensité concurrentielle ou le nombre de concurrent sur le marché par l'acquisition ou la fusion avec une entreprise concurrente.
- Réaliser des économies d'échelles en fusionnant ou acquérant une autre entreprise permet entre autres de regrouper les forces des deux entreprises ce qui pourrait réduire considérablement les coûts de production et augmenter le pouvoir de négociation avec les fournisseurs.
- Profiter des économies d'impôt dans le cas où une société cible présente des crédits d'impôt considérables, la société acquéreuse pourrait en bénéficier.
- La possibilité d'atteindre un objectif stratégique d'intégrer un nouveau marché surtout à l'international, l'acquisition permettrait d'intégrer directement le marché et bénéficier de l'expérience locale et les ressources de la cible.

- La diversification des activités, la présence dans de nouvelles industries et l'acquisition de ressources et compétences rares.

Les transactions de fusions et acquisitions bien qu'elles aient des avantages importants n'en demeurent pas moins limitées dans leur développement et font très souvent l'objet d'échec dont le taux se situe aux alentours de 50% au début des années 2000 (Straub, 2007). De nombreuses critiques sont faites à l'égard des transactions de fusions et acquisitions surtout quand celles-ci échouent. En effet, certains observateurs reprochent que certaines transactions de fusions ou d'acquisitions ne sont pas génératrices de valeur mais au contraire destructrices de valeur puisque les synergies anticipées ne sont pas réalisées (Nigh & Boschetti, 2006). De plus, les opérations de fusions et acquisitions sont suivies de restructurations importantes dans le but de rapidement rentabiliser l'opération pouvant avoir un coût social élevé marqué par une détérioration du climat social au sein de l'entreprise cible.

Le conseil d'administration d'une entreprise cible peuvent rejeter une offre d'achat même si celle-ci est bénéfique pour les actionnaires en ce qui concerne la prime de rachat dans la cadre d'une offre sollicitée. Dans ce cas l'entreprise prédatrice peut passer par une OPA (acquisition non-sollicitée) si la cible est cotée en bourse pour en prendre le contrôle, la cible dispose de plusieurs moyens efficaces pour se protéger contre l'offre de la société prédatrice (Berk & DeMarzo, 2017). Parmi ces moyens de se protéger, on peut citer :

- **Les pilules empoisonnées** qui sont des moyens visant à fortement handicaper les OPA hostiles en prévoyant certaines clauses dans les statuts de la cible telles que la limitation des droits de vote, donner aux actionnaires historiques d'acheter des actions à prix préférentiel ou à prévoir l'émission de titres particuliers (Berk & DeMarzo, 2017, pp 1037-1038).
- **Le chevalier blanc** qui est une troisième entreprise « amie » à la cible à qui elle préfère se vendre au détriment de l'entreprise prédatrice.
- **La contre-offre ou stratégie du Pac-Man** qui s'agit pour la cible de lancer une offre d'achat hostile sur la société prédatrice. L'un des cas les plus célèbres est celui de Elf et Total Fina en France en 1999 qui a vu Total Fina l'emporter sur Elf l'entreprise initiatrice (Berk & DeMarzo, 2017, pp 1039-1040).
- **Les parachutes dorés** qui sont des clauses qui consistent à compenser confortablement les dirigeants de l'entreprise cible en cas de prise de contrôle par une autre entreprise ou un groupe d'investisseur et que l'équipe dirigeante en place est remplacée (Kaen , 1995, p.884). Le but de ce moyen de protection contre les

offres hostiles est de décourager la société prédatrice au regard des fonds supplémentaires qu'elle devra déboursier surtout si la raison principale de son offre est l'amélioration de la gestion de la cible ce qui sous entendrait le remplacement des dirigeants pour incompétence. Le véritable problème pour l'acquéreur est que le montant ou la valeur des compensations des dirigeants s'élève souvent à plusieurs millions et représente un véritable moyen de dissuasion de la cible et ses dirigeants d'où le nom de parachute doré.

Les moyens de protection contre une offre hostile sont nombreux et de nouveaux mécanismes pour contrer les OPA apparaissent régulièrement étant donné que les dirigeants des entreprises et les spécialistes des fusions et acquisitions ont l'imagination sans limite et arrivent à s'adapter aux offres hostiles selon le contexte.

II. Le rôle des banques d'affaires et des autres acteurs clés des transactions de fusions et acquisitions.

Les opérations de fusions et acquisitions sont complexes et généralement longues, il est donc nécessaire pour les acquéreurs de s'entourer d'acteurs clés spécialistes de ces transactions et ce à toutes les étapes de l'opération. Ces acteurs sont tout aussi d'une importance capitale tant pour la partie acquéreuse ou buy-side que pour la partie vendeuse ou sell-side. Ces acteurs sont les cabinets de conseil en stratégie, les banques d'affaires, les avocats d'affaires et fiscalistes, auditeurs financiers, les experts comptables, les cabinets de conseil IT, les banques de financement et d'investissement, les régulateurs.

1. Les cabinets de conseil en stratégie

Ces cabinets sont des partenaires jouant un rôle à des moments précis des opérations de fusions et acquisitions à savoir généralement au début du projet de fusion ou acquisition et après la réalisation du projet. Ceux-ci sont les partenaires directs des acquéreurs et ont pour mission de chercher et identifier les cibles, de faire l'analyse stratégique des cibles afin de déterminer si leur profil stratégique correspond avec celui souhaité. Les cabinets de conseils accompagnent les sociétés acquéreuses dans la phase post-acquisition afin de l'aider à s'intégrer stratégiquement au sein de la cible. (Thiebiège, et al., 2018, p.502). Les cabinets en stratégie ne sont pas indispensable dans une transaction de fusion et acquisition mais peuvent s'avérer vraiment utiles pour les transactions de grande envergure. Les honoraires de ces cabinets sont

souvent très élevés, parmi les plus connus on peut citer Mckinsey, BCG, AT Kearney, Roland Berger.

2. Les banques d'affaires

Les banques d'affaires sont les partenaires incontournables dans les transactions de fusions et acquisitions pour les deux parties impliquées dans les transactions. En effet, les banques d'affaires jouent le rôle de chasseurs de cibles c'est-à-dire ils recherchent et identifient les cibles potentielles et inversement du côté d'une entreprise qui veut se vendre en recherchant et identifiant les potentiels acquéreurs (Thiebierge, et al., 2018, p.502). Elles font l'évaluation stratégique mais aussi financière des cibles, elles s'occupent aussi du montage juridique et financier de la transaction. Elles sont les intermédiaires privilégiés des parties dans les négociations des termes de la transaction (Javary, 2018). Les banques d'affaires font le suivi de la transaction et des audits d'acquisitions et leur présence dans les transactions permet une sécurisation de l'environnement financier de la transaction. Parmi les plus grandes on peut citer celles qui sont adossées à un groupe bancaire comme Morgan Stanley, Goldman Sachs, Deutsche bank, celles qui sont indépendantes comme Lazard, Rothschild et les boutiques spécialisées telles que Linkers, Aforge finance Oddo Corporate Finance. Les rémunérations des banques d'affaires sont en pourcentage du montant de la transaction dans le cas de succès de celle-ci.

3. Les banques d'investissement et de financement

Les banques d'investissement et de financement sont aussi des acteurs majeurs des opérations de fusions et acquisitions au regard du fait qu'ils peuvent jouer le rôle de partenaires de financement de ces opérations. En effet, ces banques mettent en place ressources financières permettant aux acquéreurs de pouvoir atteindre leurs objectifs de financement. Giovanni (2005) dans son article souligne le rôle prépondérant que les banques d'investissement jouent dans les opérations de fusions et acquisitions transfrontalières. Les banques d'investissement et de financement peuvent aussi prendre part au capital de la cible selon la situation.

4. Les avocats d'affaires et les fiscalistes

Les avocats d'affaires et fiscalistes sont des partenaires aussi indispensables que les banques d'affaires dans les transactions de fusions et acquisitions pour les parties engagées. En effet, les avocats d'affaires jouent un rôle en ce qui concerne les affaires juridiques des transactions. Ils s'occupent du montage juridique et financier, des protocoles d'accord et la rédaction des contrats et de la validation des clauses. Ils aident à la négociation et au suivi du closing de la transaction, ils sont les garants du respect des aspects légaux des transactions à travers leurs

conseils et participations au deals (Thiebierge, et al., 2018, p.502). la sécurisation de l'environnement juridique est leur mission principale et ont des honoraires élevés au regard du rôle qu'ils jouent.

5. Les auditeurs financiers et les experts comptables

Les auditeurs financiers font aussi partie des acteurs ayant une importance majeure dans les transactions de fusions et acquisitions puisqu'ils sont les acteurs mandatés par les acquéreurs pour auditer la cible pendant la phase de due diligence. Étant donné que l'acquéreur a des informations limitées sur la cible, les auditeurs financiers pendant la phase de due diligence ont pour mission de contrôler et garantir que les informations financières de la cible sont conformes et ne comportent aucune anomalies significatives (Skaife & Wangerin, 2013). L'objectif des auditeurs financiers est de sécuriser l'environnement comptable des transactions de fusions et acquisitions. Comme référence dans le domaine de l'audit financier on peut citer les « big four » (Ernst & Young, KPMG, Deloitte, PwC)

Les experts comptables quant à eux peuvent intervenir dans les transactions à titre consultatif pour des raisons de bonne connaissance du client c'est-à-dire la cible. Le domaine des transactions de fusions et d'acquisitions n'est pas le cœur du métier des experts comptables ce qui rend leur présence pratiquement inutile (Thiebierge, et al., 2018, p.502).

6. Les cabinets de conseil en IT

Ces acteurs ne sont pas nécessairement clés dans les transactions mais peuvent s'avérer d'une grande utilité dans le cadre d'un audit de système d'information ou d'intégration de système d'information post-acquisition. Leur présence est un enjeu majeur notamment pour des opérations de grande envergure. Parmi les plus réputés, il y a Cap Gemini et Accenture.

7. Les régulateurs

Les régulateurs sont aussi des acteurs clés des opérations de fusions et acquisitions mais n'y sont pas impliqués directement. En effet, ils jouent le rôle d'autorité et valident les projets de fusions ou acquisitions entre les acteurs du marché. En cas de fraude ils disposent de moyens de sanction comme les amendes pour punir les acteurs en faute.

III. La valorisation d'entreprise : facteur déterminant des transactions de fusions et acquisitions

La valorisation d'entreprise a pour objectif de déterminer la valeur de ladite entreprise en fonction de données financières fournies par l'entreprise et par le marché. La valorisation est indispensable dans les opérations de fusions et acquisitions, le private equity, les opérations de Leverage Buy-Out connu sous l'acronyme LBO et de manière générale dans tous les aspects de la finance d'entreprise. Il existe plusieurs méthodes de valorisation à savoir **l'approche patrimoniale** qui se base sur la réévaluation des données comptables fournies par les états financiers ; **l'approche par les multiples** consistant à valoriser la société cible en transposant la valeur boursière d'une entreprise cotée sur le marché financier par le biais de multiples à la société cible ; et la dernière approche qui est intrinsèque qui consiste à **l'actualisation des flux futurs** de l'entreprise à valoriser (Ceddaha, 2004, p.80).

Cependant, les professionnels de la valorisation des entreprises recourent principalement dans leurs exercices de valorisation aux méthodes qu'ils jugent plus appropriées. Certaines méthodes peuvent être privilégiées en fonction de l'entreprise, de son secteur d'activité et bien d'autres paramètres qui poussent l'évaluateur à abandonner les autres méthodes. Dans cette section, nous allons approfondir sur les méthodes de valorisation par l'approche patrimoniale, par les multiples et par l'actualisation des flux futurs de l'entreprise pour comprendre le cadre théorique de ces méthodes et leur application.

1. La valorisation par la méthode patrimoniale

La valorisation par la méthode patrimoniale est une méthode qui se base sur les données comptables pour déterminer la valeur d'une entreprise. La méthode patrimoniale se base uniquement sur les données historiques, en d'autres termes sur l'ensemble des richesses, actifs et passifs accumulés par la société dans le passé. Le principe général de cette méthode vise à évaluer les actifs de l'entreprise et d'en soustraire les passifs c'est-à-dire les dettes de l'entreprise pour en déterminer la situation nette. Cette méthode comporte deux variantes que sont l'actif net et l'actif net réévalué.

a. L'actif net et l'actif net réévalué

L'actif net n'est rien d'autre que la simple différence entre les actifs de la société et ses dettes. Elle peut être aussi déterminée par la somme du capital, des réserves et du bénéfice reporté de la société que l'on pourra diminuer le cas échéant des non-valeurs comme certains actifs incorporels (Recherches & Développement, frais d'établissements...).

Contrairement à l'actif net, l'actif net réévalué consiste à réévaluer les actifs de l'entreprise à leurs valeurs actuelles de marché et à en déduire la valeur de marché des dettes, nettes de latence fiscale. Pour déterminer l'actif net réévalué, on déterminera la valeur de marché de certains postes du bilan. La valeur de l'actif net réévalué sera :

Actif net réévalué = Actif net – moins-value latentes (sur actifs et passifs) + plus-values latentes (sur actifs et passifs)

Tenir compte du statut fiscal des plus-values sur les différents éléments d'actif et à l'inverse les moins-values sont déductibles fiscalement.

b. Les avantages et limites de la méthode patrimoniale

- Les avantages

La méthode patrimoniale est pertinente dans des cas spécifiques, notamment pour la valorisation des entreprises ayant des actifs significatifs et dont la rentabilité n'est pas très importante (cas des sociétés immobilières, activités industrielles, activités de commerce, distribution...). Un avantage à utiliser cette méthode est qu'elle est relativement simple à utiliser puisqu'elle est la simple somme algébrique des actifs et des engagements de l'entreprise vis-à-vis de ses tiers. Cette approche est encore plus pertinente lorsque les actifs de l'entreprise sont nombreux et échangeables sur des marchés dédiés.

- Les limites

Une des limites de cette méthode est qu'elle ne reflète pas le potentiel économique de l'entreprise. En effet elle fait totalement abstraction du futur c'est-à-dire bénéfice à venir et se concentre essentiellement sur les faits historiques de l'entreprise en occurrence son bilan comptable. De plus, certains actifs tels que les immobilisations incorporelles (la marque, le fonds de commerce ou encore les brevets) ont une valeur de marché délicate à déterminer et sont parfois absents à l'actif du bilan et de ce fait exclus du calcul de la valeur patrimoniale.

2. La valorisation par les multiples

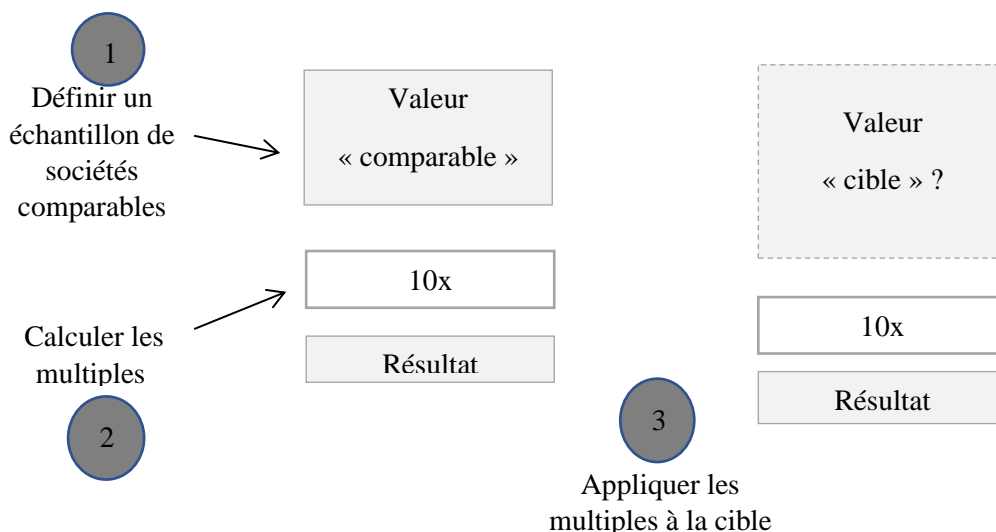
La valorisation par les multiples est une méthode très utilisée par les professionnels surtout quand ceux-ci ne disposent pas de données interne sur la société à valoriser. Cette méthode offre la possibilité de palier à ce problème en offrant l'opportunité de se baser sur les données fournies par le marché. En effet, la valorisation d'une société peut se faire en utilisant les données de sociétés similaires cotées sur le marché par l'utilisation des multiples qu'on peut alors appliquer à la société à valoriser. Vernimmen, et al., (2005) supportent que cette méthode de valorisation se base sur trois principes fondamentaux qui sont :

- La compagnie à valoriser doit être valorisée dans son entièreté
- La valorisation de la compagnie se fait à un multiple de sa capacité bénéficiaire
- Les marchés sont efficients et par conséquent les comparaisons sont de ce fait justifiées

C'est une approche globale puisqu'elle se base sur l'application d'un certain multiple à des paramètres de profitabilité de l'entreprise. Cette méthode se déroule en trois étapes :

- La définition d'un échantillon de sociétés comparables appelé aussi peer group en anglais. Les sociétés comparables sont des sociétés qui n'appartiennent pas seulement à la même industrie que celle de la société à évaluer mais elles ont des cash flows, un potentiel de croissance et un risque similaire à celle-ci (Damodaran, 2007). Cependant d'autres critères peuvent être pris en compte par les analystes comme les entreprises de tailles similaires dans la composition des sociétés comparables. Le but est de pouvoir créer un groupe dont les caractéristiques se rapprochent le plus possible de l'entreprise à valoriser.
- Le calcul des multiples des entreprises de l'échantillon sélectionnés, ces multiples peuvent être calculés sur la base de la valeur de l'entreprise ou en anglais enterprise value, sur la base des fonds propres ou en encore equity value, sur la base des transactions effectuées c'est-à-dire lors des changements de contrôle des entreprises similaires.
- La dernière étape est l'application de ses multiples sur l'entreprise à valoriser.

Figure 2 : les trois étapes de la méthode des multiples (Ceddaha, 2004)



Il existe deux types de multiple de valorisation dont les multiples basés sur les cours boursiers (les multiples de la valeur d'entreprise et les multiples des capitaux propres) et les multiples basés sur les transactions comparables.

a. Les multiples de la valeur d'entreprise

Les multiples de la valeur de l'entreprise se calculent à partir des soldes du compte de résultat de l'entreprise bien évidemment avant les frais financiers et impôts. Les multiples sont calculés pour les entreprises comparables sur trois années fiscales (l'année en cours, l'année précédente et l'année à venir) (Vernimmen, et al., 2005). Un autre élément indispensable pour le calcul des multiples est la valeur des capitaux employés en d'autres termes la valeur de l'entreprise ou en anglais enterprise value sur le marché qui se traduit par la formule suivante :

Enterprise value (EV) = (dernier cours de bourse * nombre d'actions en circulation) + valeur de la dette

Les plus utilisés des multiples de la valeur d'entreprise sont :

- **Le multiple de chiffre d'affaires** qui se traduit par : **Enterprise value (EV) / Chiffre d'affaires (CA)**. l'utilisation de ce multiple comporte notamment le risque de considérer que toutes les entreprises ont le même niveau de rentabilité ce qui n'est pas le cas.
- **Le multiple d'excédent brut d'exploitation (EBE)** ou communément appelé **EBITDA** (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) de sa signification anglaise qui se calcule comme suit : **EV / EBITDA**. Ce multiple a pour mérite de tenir compte du fait que chaque entreprise a sa propre politique de d'amortissement ce qui pourrait éliminer les différences significatives de méthodes d'amortissements et les durées (Vernimmen, et al., 2005, p829).
- Le multiple de résultat d'exploitation ou en anglais **EBIT** (earnings before interest and taxes). Ce multiple est le plus juste conceptuellement comme le soutient Ceddaha (2004, p93) car ce multiple donne une image qui résume complètement la performance de l'exploitation de l'entreprise et tient compte de l'intensité capitalistique de celle-ci. Sa formule est la suivante : **EV / EBIT**

b. Les multiples de capitaux propres

Ces multiples se calculent à partir de la valeur de marché des capitaux propres c'est-à-dire le cours de l'action à un temps donné sur le marché. Les plus utilisés des multiples sont :

- Le multiple **price earning** est calculée à partir du cours de l'action sur le résultat net de l'entreprise dont la formule est : **Price (P) / Earnings (E) => P/E**. Ce multiple est le plus utilisé étant donné sa simplicité mais il n'en demeure pas moins dangereux. En effet, car ce multiple normalise la structure financière de la société à évaluer sur la moyenne de celle des sociétés de l'échantillon et cela pourrait soit sous valoriser ou survaloriser la cible (Ceddaha, 2004, p95).
- Le multiple de **cash-flow** qui tient compte principalement de la capacité d'autofinancement des entreprises. Cependant, il est utilisé dans le cas des entreprises industrielles où il permet d'éliminer l'impact des politiques d'amortissement différentes d'une entreprise à une autre sur la valorisation de la cible. Ce multiple est calculé à partir du cours de l'action sur le cash-flow généré : **Price / Cash-flow => P/CF**

c. Les multiples de transactions

Les multiples de transactions sont aussi un moyen de détermination de la valeur de l'entreprise à valoriser. Ces multiples se basent principalement sur la valeur des transactions de prise de contrôle des entreprises au sein de la même industrie à laquelle appartient la société à évaluer. Il est donc nécessaire de calculer la moyenne ou la médiane des multiples calculés à partir du prix payé par les acquéreurs sur les transactions effectuées sur une période donnée selon le choix du professionnel (www.auris-finance.fr/, 2019).

La valorisation par les multiples est une méthode large de comparaison qui prédit la valeur d'une entreprise à partir des informations recueillis sur des entreprises comparables à celle-ci. La difficulté de cette méthode réside dans la collecte d'information qui doivent être fiable et aussi le professionnel doit avoir une expertise avérée du secteur dans lequel l'entreprise à évaluer évolue afin de justifier la valeur attribuée à cette entreprise.

3. La valorisation par l'actualisation des flux futurs

Cette méthode de valorisation a pour principe fondamentale de donner une valeur à une entreprise par l'actualisation des flux futurs de l'entreprise. Par flux futurs de l'entreprise on entend exactement les cash-flows futurs et les dividendes futurs versés aux actionnaires. C'est à partir de ses deux flux que la valorisation d'une entreprise se fait selon la méthode du **discounted cash-flow (DCF)** ou la méthode du **dividend discounted model (DDM)**. Le DCF est une méthode qui permet de calculer la valeur actuelle de ses flux de trésorerie qui correspondent à la valeur de l'entreprise (la valeur du capital employé) et par la suite soustraire de cette valeur ses dettes pour déterminer la valeur des fonds propres. Tandis que le DDM est

une méthode selon laquelle la valeur des fonds propres correspond à la valeur actuelle des dividendes futurs que distribuera l'entreprise.

L'un des points importants lors de la valorisation par l'actualisation des flux est la définition de la **période de prévision explicite**. La période explicite est l'horizon auquel le professionnel fait la projection des flux dont il doit éviter qu'elle ne soit trop courte (moins de 5 années) ni trop longue (plus de 15 années). Néanmoins cette période peut aller jusqu'à 20-30 années pour les entreprise fournisseur de services comme les fournisseurs d'énergie (Vernimmen, et al., 2005, p 818).

L'autre point important de l'actualisation des flux est le **taux d'actualisation** communément appelé WACC (weighted average cost of capital). Le choix du taux d'actualisation n'est pas une tâche aisée dans la pratique vu sa complexité et son importance dans l'exercice de la valorisation

a. La DCF

Comme défini précédemment, le DCF est le modèle qui valorise l'entreprise à la valeur des cash-flows futurs qu'elle générera. Thiebierge, et al., (2018) identifient deux méthodes d'évaluation fondées sur les cash-flows actualisés. La première est la méthode directe dont l'objectif est la détermination de la valeur des capitaux propres en utilisant les cash-flows pour les actionnaires ou en anglais **free cash-flows to equity (FCFE)** comme flux de trésorerie et comme taux d'actualisation le coût des fonds propres. La seconde méthode est la méthode indirecte qui a pour objectif de déterminer la valeur des actifs économiques en utilisant les cash-flows économiques en anglais **free cash-flows to the firm (FCFF)** comme flux de trésorerie et le coût moyen pondéré du capital (WACC) comme taux d'actualisation. Toutefois, Ceddaha (2004) explique que les FCFE ne sont pas des flux adaptés pour la valorisation car ces flux mélange la création de valeur liée à la rentabilité économique et l'effet de levier lié à la structure financière de telle sorte que la valeur obtenue des capitaux propres est peu intéressante. Par conséquent, pour une valorisation à partir des flux de trésorerie il serait judicieux d'utiliser le FCFF puisque ce flux est directement issu des actifs économique et permet de déterminer la valeur de l'entreprise. De ce fait la méthode indirecte est la méthode la plus utilisée par les professionnel dans l'exercice de la DCF. La valorisation peut se calculer à partir du modèle suivant :

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \frac{FCFF1}{(1 + wacc)} + \frac{FCFF2}{(1 + wacc)^2} + \dots + \frac{\text{Valeur finale}}{(1 + wacc)^m}$$

Et Valeur fonds propres = EV – Dettes financières

WACC

Le WACC est le taux d'actualisation utilisé afin de déterminer la valeur actuelle des cash-flows qui seront générés dans le futur. Son utilisation est le reflet du fait qu'indépendamment de l'inflation que la valeur financière de l'argent est différente que l'on en dispose maintenant ou dans le futur (Levasseur & Quintart, 1998). Le WACC est aussi utilisé dans l'évaluation d'un projet comme étant le taux de rendement minimum attendu par les pourvoyeurs de capitaux à savoir les fonds propres et les dettes à l'entreprise (Hawawini & Viallet, 1999). Le calcul du WACC se fait selon la formule suivante :

$$\text{WACC} = K_d (1 - T_c) \frac{D}{E + D} + K_e \frac{E}{E + D}$$

- **K_d** : coût de la dette
- **T_c** : le taux d'impôt sur les sociétés
- $\frac{D}{E+D}$ et $\frac{E}{E+D}$: les ratios de la dette et des fonds propres dans la structure du capital
- **K_e** : le coût des fonds propres

le WACC est la somme de la proportion du coût de la dette et celle du coût du capital. Le coût de la dette est la valeur du taux d'intérêt après taxe multiplié par la proportion de la dette dans la structure du capital. Quant au coût du capital, sa détermination est une tâche ardue pour les professionnels et se détermine à partir d'une approche qui est connu sous son appellation anglo-saxonne **capital asset pricing model (CAPM)**.

Selon le CAPM le K_e se calcule à partir de la formule suivante :

$$K_e = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

- **r_f** : taux sans risque du marché
- **β_i** : le risque systématique de l'entreprise par rapport à la moyenne $\beta_L = \left[1 + (1 - T_c) * \frac{D}{E} \right] * \beta_U$; avec β_L bêta avec levier financier et β_U bêta sans levier financier
- **r_m – r_f** : la prime de risque du marché qui est la différence entre le rendement espéré du marché dans son ensemble et le rendement espéré du taux sans risque.

La détermination du coût du capital est comme remarqué dépendant du marché (marché financier) dans lequel l'entreprise évolue et si l'entreprise n'est pas cotée en bourse les

paramètres utilisés sont ceux du marché. Il y'a certaines erreurs qu'il faut éviter lorsqu'on utilise le CAPM pour calculer le WACC comme par exemple l'utilisation d'hypothèses sur la structure du capital dans le calcul du coût des capitaux propres différentes de celles utilisées dans le calcul du CAPM ou encore l'utilisation d'un taux sans risque avec une maturité différente de la maturité du taux sans risque utilisé pour estimer la prime de risque (Shapiro & Balbier, 2000).

Choix de la valeur finale

Le choix de la valeur finale c'est-à-dire la valeur du cash-flow à l'issue de la période explicite de prévision des flux est d'autant plus importante que les autres composantes du modèle d'actualisation des cash-flows. Ceddaha (2004) dans son ouvrage définit deux valeurs finales à savoir **la valeur finale explicite** et **la valeur finale implicite**.

La valeur finale explicite peut être considérée comme la valeur de sortie basée sur les actifs économiques de l'entreprise en dernière année de l'horizon, cette méthode est généralement employée dans l'industrie des mines ou de concession en raison du fait que lorsque l'exploitation est terminée les actifs sont alors cédés (Ceddaha, 2004, p104).

Par contre la valeur finale implicite quant à elle se calcule à partir d'un flux de trésorerie normatif représentant la capacité de l'entreprise à créer de la valeur sur le long terme. La difficulté avec cette approche est le choix du flux de trésorerie normatif utilisé pour calculer la valeur finale car prendre le dernier flux de trésorerie qui est le plus élevé jamais atteint comme référence pour le calcul de la valeur finale est une erreur. Cela reviendrait à croire que l'entreprise augmente à l'infini ses flux alors que l'expérience montre que les flux croissent jusqu'à un point et décroissent pour atteindre une certaine stabilité avec un taux de croissance stable à l'infini. Ce taux de croissance doit être choisi avec le plus grand soin afin de ne pas prendre un taux de croissance plus élevé que celui de l'économie. Cette valeur finale est la valeur d'un flux croissant à l'infini selon un taux de croissance stable (Ceddaha, 2004, pp.105-106). La formule suivante donne le calcul de la valeur finale :

$$\textbf{Valeur finale} = \frac{\textit{FCFF (année normative)}}{\textit{wacc}-g}$$

D'autres utilisent la méthode de cash flow fade ou modèle de flux décroissant qui consiste à faire décroître les cash-flows en faisant la convergence de la rentabilité économique de long terme avec le WACC pour arriver à une valeur finale égale à la valeur de l'actif économique.

La valorisation selon la DCF est une méthode très subjective étant donné qu'elle est fortement basée sur des hypothèses choisies par le professionnel lors de son application.

b. La DDM

La valorisation selon le DDM stipule que la valeur de l'entreprise est égale à la valeur actualisée de l'ensemble des dividendes futurs que l'entreprise distribuera. Cette méthode prend en compte les dividendes comme flux à utiliser dans l'élaboration du modèle. Fondamentalement ce modèle n'est pas différent de la DCF car le point principal de ce modèle est l'actualisation des flux. Étant donné que les flux utilisés dans ce modèle sont les dividendes, alors cela implique que le paramètre d'actualisation ne sera pas le WACC comme dans le cas du modèle DCF mais plutôt **le coût des fonds propres** ou en anglais *cost of equity*. Le coût des fonds propres comme étudié dans les sections précédentes se détermine à partir de la CAPM. Par conséquent la valeur des fonds propres d'une entreprise selon le DDM est :

$$Price = \frac{Dividende\ 1}{(1 + Ke)} + \frac{Dividende\ 2}{(1 + Ke)^2} + \dots + \frac{Valeur\ finale}{(1 + Ke)^m}$$

Avec

$$Valeur\ finale = \frac{Dividende\ m - 1}{Ke - g}$$

- Ke : coût des fonds propres
- g : le taux de croissance des dividendes

Pour conclure, cette première partie a permis de définir le sujet de ce mémoire-projet en posant un problème qui est l'élaboration d'une méthode de valorisation pour les clubs sportifs afin de permettre à la banque ING de pouvoir intégrer l'univers sportif dans les transactions de fusions et acquisitions. Cette partie a présenté le cadre dans lequel le projet se déroule et a ensuite fait la revue de littérature afin d'identifier les étapes et méthodes de valorisation importantes pour mener ce projet à bien.

Deuxième partie : Design d'un cadre de solution

Chapitre 3 : Recherche de méthodes de valorisation

Dans ce chapitre, nous redéfinirons le cadre du projet puis nous aborderons l'analyse des canevas de valorisations à appliquer pour l'évaluation des clubs de football.

I. Cadre du projet

Ce travail a pour objectif de proposer un cadre de solution correspondant aux interrogations suivantes : 1) le modèle économique d'un club de football et 2) les canevas de valorisation possibles pour les clubs de football. Dans cette section la démarche consistera à donner un aperçu de l'univers sportif ainsi que les problèmes liés à la valorisation des clubs sportifs en générale et de définir le business modèle d'un club de football.

1. L'univers sportif

Depuis son avènement le sport s'est développé au fil du temps et est devenu une activité professionnelle composé de multiples facettes. L'écosystème qui s'est développé autour du sport depuis ces dernières années peut être analysé sous 3 aspects que nous jugeons pertinent pour mieux décrire l'univers sportif. Ce sont les aspects socio-culturels, environnementaux et économiques. Dans les paragraphes suivants, nous allons analyser dans les détails les différents aspects cités ci-dessus.

a. Les aspects socio-culturels

Le sport s'est développé dans les villes et les pays au point de devenir une identité pour les populations. Certains pays sont aujourd'hui associés à un sport en particulier, comme c'est le cas pour le football pour la France, le rugby et le football pour l'Angleterre, le basketball et le football américain pour les États-Unis d'Amérique et le hockey pour le Canada. Smith (2015) dans son ouvrage met l'accent sur le rapport entre pratiques sociales et identité afin de comprendre le rôle que jouent des sports comme le rugby et le football dans le développement des sentiments d'appartenance que montrent les amateurs de ces sports en France et en Angleterre. Cela nous indique que le sport peut être un facteur identitaire pour ses amateurs d'où leur sentiment d'appartenance. Le sentiment d'appartenance des supporters des équipes sportives est si fort que ceux-ci sont prêts à faire les déplacements hors de leurs territoires pour

soutenir leurs équipes lors des compétitions sportives. En Europe, l'approfondissement de l'espace européen où sont organisées les compétitions sportives et les carrières des joueurs a fortement favorisé les déplacements des supporters (Smith, 2015). Les compétitions sportives en plus d'être des événements sportifs, sont aussi devenues de vrais événements sociaux et culturels pour les populations. Par ailleurs, l'un des aspects sociaux dominant du sport est que le choix de la pratique sportive chez les jeunes est fortement influencé par l'appartenance sociale. Ainsi, les enfants issus de classe sociale dite intellectuelle pratiquent majoritairement les sports individuels tels que le tennis, le golf etc... Tandis que les sports tels que le football, le basketball, les sports de combats restent typiquement ceux des milieux populaires (Augustin & Fuchs, 2014).

b. Les aspects environnementaux

La pratique du sport nécessite certaines infrastructures, le développement des pratiques sportives a été accompagné par la construction d'infrastructures sportives, ce qui montre bien sûr l'existence d'une corrélation entre sports et infrastructures. Les infrastructures et équipements sportifs font partie intégrante des politiques d'aménagements urbains et des projets de ville, surtout lors de compétitions sportives internationales (Augustin, 2011). La construction d'infrastructures sportives participe activement au développement urbain étant donné qu'il est toujours accompagné de construction d'infrastructures auxiliaires telles que les hôtels et centres commerciaux surtout lors des compétitions sportives internationales. Certains pays n'hésitent pas à faire des dépenses importantes pour l'organisation des événements sportifs, à titre d'exemple, le Brésil aurait dépensé entre 11 et 14 milliards de dollars en 2014 pour l'organisation de la FIFA coupe du monde (Hall, 2018). Les infrastructures sportives bien au-delà de leurs utilités en matière de sport sont aussi des attractions touristiques dont bénéficient les villes. Le meilleur exemple en termes de succès et d'attractivité est celui des Jeux olympiques de Barcelone en 1992. En plus de s'en souvenir comme étant l'un des Jeux olympiques les plus réussis et les mieux organisés de l'histoire, Barcelone a pu tirer tous les bénéfices de cet événement, qui a fait d'elle la capitale du monde pendant quelques semaines en juillet et août de cette année magique. C'était le coup de pouce dont la ville avait besoin pour montrer son attractivité et prouver qu'elle était capable d'organiser une rencontre de cette ampleur à la perfection.

c. Les aspects économiques

L'univers sportif a connu une réelle transformation en passant d'un simple univers ludique à une véritable industrie au point où on parle désormais d'économie du sport. En effet,

l'engouement grandissante autour des compétitions sportives, les équipes et les sportifs a permis la mise en place d'un écosystème économique dans lequel toutes les parties prenantes essaient de tirer bénéfices. Les avantages économiques liés au sport sont tellement importants que certains pays profitent des événements sportifs pour rebooster leurs économies. L'organisation de grands événements sportifs, tels que les Jeux olympiques, la Coupe du monde de la FIFA ou la finale de la Ligue des champions de l'UEFA génèrent d'importantes retombées économiques et une forte audience médiatique pour les pays et les villes hôtes. À titre d'exemple, l'organisation de la FIFA coupe du monde 2018 aurait coûté environ 14 milliards de dollars à la Russie, mais les retombées économiques pour la Russie associées à cet événement ont été évaluées à environ 1,3 billion de dollars (Ellyatt, 2018). En plus des avantages économiques liées aux compétitions sportives, il y a aussi les revenus élevés que génèrent les équipes sportives à travers des sources telles que les contrats de parrainages connus sous l'appellation anglo-saxonne « sponsoring », les droits de diffusions télévisés etc... Manchester United avait reçu un gros pactole de Nike à titre de sponsoring pour un montant de 450 millions d'euros et cela indépendamment du résultat sportif (Paché & N'Goala, 2011). En dehors des revenus des équipes sportives, les sportifs qui sont les principaux acteurs ne sont pas en reste en termes de gains financier. En effet, les sportifs professionnels reçoivent des rémunérations colossales qui valent pour certains des millions d'euros par an, ce qui pousse de plus en plus de jeunes à se lancer dans les sports professionnels.

2. Discussions sur la valorisation des clubs sportifs

L'univers du sport dans son évolution a vu sa dimension financière et économique muté considérablement jusqu'à atteindre un niveau tout aussi important que celui de l'aspect spectaculaire du sport. Le sport est désormais un business dans lequel les différentes parties prenantes telles que les clubs, les sponsors, les sportifs, les agents, les partenaires essaient de tirer bénéfice. Les agents économiques disposant d'énormément de ressources financières s'intéressent de plus en plus aux sports et aux clubs sportifs. en effet, on assiste à des investissements massifs dans les clubs sportifs soit sous forme de prêts, soit par l'acquisition des parts compte tenu des potentiels gains qu'ils peuvent réaliser. Dans le cas des opérations d'acquisitions, tous les investisseurs sont à la recherche de création de valeur actionnariale des entités faisant l'objet d'acquisition et les clubs sportifs ne font pas exceptions. Il est évident que la création de valeur actionnariale n'est pas la seule motivation des investisseurs dans l'acquisition d'un club. Il y a d'autre facteurs tels que l'admiration pour le club traduite par l'histoire et la renommée de celui-ci, l'attractivité du championnat, le nombre élevé des

amateurs du sport etc... Les opérations d'acquisition des clubs sportifs nous ramènent incontestablement à la valorisation financière des clubs sportifs et donc comment évaluer les actions d'un club détenues par un actionnaire. La valorisation des clubs sportifs ne peut être effectué pareillement à celle d'une entreprise lambda étant donné que l'industrie sportive et les clubs sportifs sont complètement différents des autres secteurs d'activités et des entreprises. Les clubs sportifs ont des spécificités propres à eux et évoluent dans une industrie dont les règles n'ont absolument rien à voir avec les autres secteurs d'activités.

Dans le cadre de notre projet, nous allons nous focaliser sur le football comme étant le sport de référence, étant donné que c'est l'un des sports les plus populaires et médiatisés de la planète (Bernard, 2020). De plus, les flux financiers dans le football entre les parties prenantes sont de plus en plus élevés et on assiste également à une augmentation des acquisitions de clubs de football lors de ces dernières décennies. La valorisation des clubs de football qui est le point essentiel des transactions est aussi la partie qui demande une attention particulière vu sa complexité. Les méthodes qui sont utilisés pour la valorisation des clubs de football diffèrent d'un professionnel à un autre ce qui pourrait créer potentiellement des anomalies (Markham, 2013). L'exemple de la valorisation par plusieurs analystes financiers de Tottenham Hotspur club de football en Premier League en Angleterre, coté sur l'Alternative Investment Market (AIM) à Londres jusqu'en 2012, nous donne les valeurs suivantes¹ :

- **Valeur de la capitalisation boursière £ 83.6 m**
- **Valeur des multiples des revenus £245.2 m**
- **Valeur Forbes £351.1 m²**

Au regard de ces estimations, un investisseur se demanderait laquelle de ces valeurs est correcte et si bien sûr il y en a une parmi ces 3 valeurs. Cela nous emmène à nous dire que toutes les techniques de valorisations classiques ne peuvent pas être utilisées pour l'évaluation des clubs de football. En d'autres termes, il y aurait probablement une méthode d'évaluation adaptée pour évaluer correctement les clubs de football.

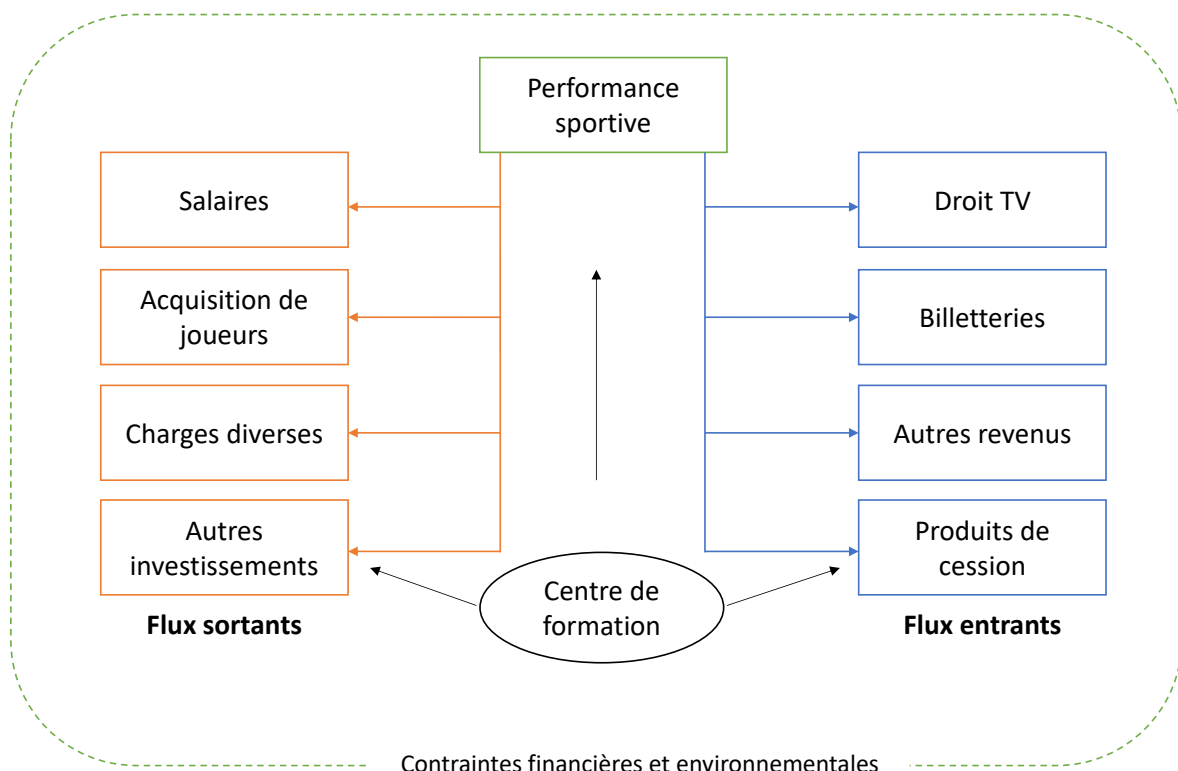
¹ Markham, T., 2013. *What is the optimal method to value a football club?*.

² Les évaluations de Forbes sont basées sur les chiffres de Football Money League de Deloitte, à partir desquels Forbes effectue ses propres recherches afin de déterminer les revenus, la dette et la valeur de chaque équipe (Markham, 2013)

II. Modèle économique d'un club de football

Il est important de faire la lumière sur le modèle économique d'un club de football afin de comprendre davantage les principales sources de revenus et ainsi que les principaux postes de dépenses d'un club de football. En effet, les clubs de football fonctionnent différemment des autres entreprises car la performance sportive conditionne principalement leurs modèles économiques. La figure ci-dessous nous donne une représentation distincte du modèle économique d'un club de football.

Figure X : le modèle économique d'un club de football ³



Le modèle économique montre l'importance de la performance sportive dans la création de valeur d'un club de football. On peut donc dire que la performance sportive est au cœur de la stratégie de création de valeur puisqu'elle influence fortement les flux financiers entrants et les flux financiers sortants (Bancel, et al., 2019, p 58). Les flux financiers entrants d'un club de football sont principalement composés des produits des parrainages et les publicités, la vente des droits audiovisuels, des revenus de la billetterie du stade pour les matchs à domicile, la vente de joueurs et les autres revenus commerciaux (vente de produits dérivés...). Par contre

³ Bancel, F., Belgodère, B. & Philippe, H., 2019. *Créer de la valeur dans le football: Comment évaluer les clubs et leurs actifs*. Paris: RB Edition, pp. 59

les flux financiers sortants sont composés des charges diverses (entretiens de stade et d'infrastructures sportives...), l'acquisition de joueurs, les salaires qui représentent le poste le plus élevé des dépenses, les autres investissements (développement du centre de formation...). Le centre de formation est aussi un élément important dans le dispositif de création de valeur d'un club de football car l'efficacité du centre de formation contribue à la performance sportive. Si le centre de formation permet la détection et la formation de jeunes talents pour les intégrer à l'équipe première du club, cela permettrait de contribuer à la performance sportive et aussi à la réalisation de plus-values de cession. Ce fût le cas de l'AS Monaco qui a réalisé en été 2017 une plus-value de 180 millions d'euros sur la vente de Kylian Mbappé (formé au club donc coût d'achat 0 €) au PSG⁴, joueur qui a fortement contribué à la conquête du championnat de France et au bon parcours du club jusqu'en quart de finale de la ligue des champions, lors de la saison 2016-2017.

La formation des jeunes talents ne garantit pas le succès d'un club, il y a aussi d'autres alternatives comme l'achat de joueurs talentueux ou stars, ce qui reviendrait fatalement à payer des salaires élevés mais aussi un énorme montant pour leurs acquisitions. Cette alternative n'est pas non plus synonyme de performances sportives garanties et de plus elle augmente les flux financiers sortants en gonflant davantage les salaires et le budget d'acquisition de joueurs. Ce constat revient à souligner qu'il n'existe pas un modèle économique unique pour les clubs de football. De plus, Andreff (2017) dans son observation empirique a montré que malgré le Fair Play Financier instauré par l'UEFA qui empêcher les clubs de dépenser plus que leurs revenus, les clubs professionnels sont souvent en déficit de manière récurrente. L'équilibre compétitif du championnat, la contrainte budgétaire non respectée par les clubs et les problèmes réels de gouvernance des clubs et de la ligue sont des facteurs entraînant le déficit des clubs professionnels (Andreff, 2017).

Par ailleurs, le modèle économique d'un club de football montre que le club subi des contraintes financières et environnementales. Dans les grandes villes les clubs sont généralement soutenus par des supporters engagés et des actionnaires qui sont prêts à investir massivement pour soutenir les projets de leur club. Donc ces clubs seront susceptibles de jouer la première division du pays, participer aux compétitions internationales, développer les infrastructures sportives...

⁴ Greg Fleurot, 2017. Monaco a fait un retour sur investissement de 631% sur Mbappé, Silva, Bakayoko et Mendy. <https://www.lequipe.fr/Football/Actualites/Monaco-a-fait-un-retour-sur-investissement-de-631-sur-mbappe-silva-bakayoko-et-mendy/832005>

Alors que les clubs des petites villes ne pourront pas se développer aussi rapidement en raison d'un environnement économique et social ne le permettant pas.

III. Les canevas de valorisation

Dans cette section nous allons analyser les différentes méthodes de valorisation existantes et pertinentes afin de déterminer laquelle serait la mieux adaptée pour la valorisation des clubs de football.

1. La méthode des multiples appliquée aux clubs de football

Comme nous l'avons définie et discutée précédemment dans la revue de littérature, la méthode de valorisation par les multiples est très utilisée par les professionnels de la finance dans leurs exercices d'évaluation. Cette méthode étant relativement simple à utiliser, puisque la valeur de la cible est déduite de la valeur des organisations ou entreprises qui lui sont comparables. malheureusement, on assiste dans l'application de cette méthode, un comportement de mimétisme chez les évaluateurs car ils vendent et achètent sur base des agrégats financiers (EBITDA, EBIT, chiffre d'affaire...) alors que les multiples varient en fonction des circonstances. Cette méthode doit s'appliquer avec cohérence pour éviter les erreurs de valorisations. Ce qui implique qu'identifier l'échantillon de sociétés évoluant dans le même secteur d'activité ne suffit ; les perspectives de croissance bénéficiaire sont aussi à analyser d'autre part car elles influencent fortement la valeur des multiples (Bancel, et al., 2019, p 97). En effet, les perspectives de croissance varient d'une société à une autre, bien qu'elles évoluent dans le même secteur d'activité. La mise en œuvre de cette méthode revient à faire face à des difficultés que sont :

- L'identification des valeurs de marché qui serviront à constituer l'échantillon soit avec les sociétés cotées en bourse, soit avec les transactions sur le capital des sociétés qui sont communiqués publiquement
- La détermination du multiple qui dépend de l'agrégat financier retenu
- La détermination d'une année de référence pour mesurer l'agrégat financier

L'annexe 1 et 2 nous permettrons d'analyser les possibilités d'application de la méthode des multiples.

Pour les multiples basés sur les cours boursiers

Dans le cadre des clubs de football, l'identification des valeurs de marché nous emmène à regarder les clubs de football européens cotés en bourse. L'annexe 1⁵ nous présente les multiples de chiffre d'affaire et d'EBITDA des clubs de football cotés en bourse. Le constat que nous faisons est qu'il y a peu de club de football européen coté en bourse proportionnellement au nombre de club de football. Il y a que quelques clubs cotés en bourse dans la plupart des pays (une vingtaine), seul l'Italie, le Portugal, la Turquie et le Danemark sont les pays les plus représentés. La cotation en bourse n'est pas obligatoirement synonyme de performance sportive puisqu'il y a certains clubs qui ne participent généralement pas aux compétitions européennes. Cela nous force à constater qu'il y a une pauvreté au niveau du nombre de clubs cotés en bourse pour l'application de la méthode de multiples.

Par ailleurs, nous constatons une absence de données prévisionnelles pour les multiples sélectionnés. L'absence de données prévisionnelles des multiples peut s'expliquer par le fait que peu d'analyste s'intéressent aux clubs de football ; probablement en raison du faible nombre de club cotés mais aussi l'absence des grands clubs européens. Même s'il arrivait que certains analystes proposent des données prévisionnelles des multiples, ces données doivent être utilisées avec réserve. En effet, le football est un sport dont les résultats restent imprévisibles (risque élevé) ; par conséquent les perspectives de croissance des analystes peuvent être potentiellement biaisés.

Pour les multiples basés sur les transactions récentes

La méthode des multiples basée sur les transactions repose sur les informations rendu publique lors des fusions et acquisitions par les acquéreurs ou les vendeurs. L'évaluateur se base sur les données historiques du dernier exercice pour procéder à la valorisation car les données sur les sociétés cibles sont en générale limitées. Le monde du football ne fait pas exception car les informations sur les transactions de vente ou d'acquisition de clubs sont très limitées. L'annexe 2⁶ nous fournis quelques informations sur les transactions de ces dernières années. Nous remarquons qu'il y a une forte amplitude des multiples au moment des transactions qu'il est difficile d'expliquer. Cet échantillon ne nous permet pas de parfaire de façon pertinente une

⁵ Annexe 1 : les données ont été compilées à partir des informations trouvées sur Yahoo Finance

⁶ Annexe 2 : Bancel, F., Belgodère, B. & Philippe, H., 2019. *Créer de la valeur dans le football: Comment évaluer les clubs et leurs actifs*. Pp 103-104

valorisation par les multiples car chaque transaction est un cas unique dans un contexte qu'il serait important de comprendre.

En définitive, les deux méthodes de valorisation relevant de l'approche analogique pour évaluer les clubs de football s'avèrent compliqués à mettre en place. En effet, les complications rencontrées se situent au niveau de la constitution de l'échantillon de comparaison que ce soit pour les clubs cotés en bourse et les clubs ayant fait l'objet de transactions dans le passé. La pauvreté de l'information historique et particulièrement prévisionnelle sur les clubs cotés ne permette pas de nous appuyer avec assurance pour l'évaluation des clubs. De plus, la forte amplitude inexpliquée des multiples lors des transactions de vente des clubs, nous emmène à avoir des réserves sur l'application des multiples de transaction. Ainsi la méthode valorisation par les multiples n'est pas optimale pour l'évaluation des clubs de football.

2. La méthode d'actualisation des flux futurs (DCF, DDM) appliquée aux clubs de football

La méthode de valorisation par l'actualisation des flux futurs à savoir DCF et DDM, est aussi l'une des principales méthodes de valorisation appréciée par les évaluateurs. Cette méthode présente un certain pragmatisme, puisqu'elle détermine la valeur d'une entreprise ou organisation en actualisant les estimations des flux trésoreries futurs générés. Les flux de trésoreries futurs estimés sont actualisés avec un taux d'actualisation représentant le risque perçu des investissements.

Étant donné que les détails sur la mise en œuvre de cette méthode ont été faite dans la revue de littérature, nous allons directement analyser cette méthode pour déterminer si elle est optimale pour l'évaluation des clubs de football.

Les flux de trésoreries futurs

L'un des éléments importants pour la mise en œuvre de la valorisation des flux futurs est l'estimation des flux futurs de trésoreries, ce qui reste générale relativement simple à faire. Dans le cadre du club sportif, l'estimation des flux futurs de trésoreries des clubs s'avère compliqué car les revenus des clubs de football sont très instables. Cette instabilité des revenus s'explique par le fait que les clubs de football sont exposés à un risque commercial et un risque financier ; ces risques sont eux-mêmes conditionnés par la performance sportive (Benkraiem, et al., 2012). La performance sportive détermine les recettes directes que sont la billetterie du stade et les recettes indirectes incluant les sponsorings, les droits audiovisuels, la vente des produits dérivés. En conséquence, en cas de bonnes performances sportives, les recettes seraient en

hausse ; et fatalement en cas de mauvaises performances sportives, les recettes seraient en baisse.

Malheureusement les performances sportives sont très compliquées à évaluer pour les raisons suivantes :

- La performance individuelle d'un joueur est difficile à prévoir car les blessures et les méformes sont imprévisibles ;
- La performance collective des joueurs est aussi difficile à prévoir à cause de l'incertitude de la performance individuelle des joueurs, la cohésion et l'entente du groupe, le passage du talent individuel au talent collectif ;
- Les aléas liés au sport comme les erreurs d'arbitrage, la malchance.

De ce fait, la performance sportive étant l'élément influençant fortement les revenus des clubs de football, rend l'estimation des flux futurs de trésorerie très compliqué. Même si un club a un projet sportif et un business plan prévoyant un certain niveau de revenu et de flux de trésorerie, il y'aurait de forte chance que la performance sportive remette ces chiffres en cause. Il est alors quasi impossible de d'estimer les flux de trésorerie des clubs de football avec précision et assurance. Pareil, pour les dividendes actualisés puisque la plupart des clubs sont déficitaires et distribuent rarement des dividendes.

Le taux d'actualisation

La détermination du taux d'actualisation se fait par la détermination du coût de la dette et le coût des capitaux propres. Nous allons nous concentrer sur la détermination du coût des capitaux propres qui est le point essentiel du taux d'actualisation. Le coût des capitaux propres est déterminé par le modèle de la CAPM dont les paramètres sont : R_f (taux sans risque), P_m (prime de risque) et β (coefficient bêta ou la mesure du risque systématique). L'estimation du taux sans risque et de la prime de risque sont relativement simple à faire. Par contre, l'estimation du coefficient bêta quant à lui, peut être laborieux dans le cadre des clubs de football. Pour estimer ce coefficient, il faut observer le bêta des clubs de football cotés en bourse, et nous savons déjà qu'il y a peu de clubs cotés en bourse. De plus, les clubs cotés en bourse montrent une très faible liquidité et sont pour la plupart des petits clubs. Bancel, et al. (2019) dans leur ouvrage ont montré que le cours de bourse des clubs de football n'est pas significatif et surtout ne représente pas la valeur financière des capitaux propres. Ce qui voudrait dire que le bêta qui est calculé n'aurait pas de sens pour la plupart des clubs.

Au regard de ce problème, il est fort probable que l'estimation du taux d'actualisation dans le cadre du football soit biaisé. L'estimation du bêta serait probablement à l'origine du biais puisqu'il ne serait pas représentatif du risque systématique du football.

Pour conclure cette section, nous pouvons dire que les problèmes liés à l'estimation des flux de trésoreries futurs (ou des dividendes) et la difficulté à estimer le taux d'actualisation rendent la mise en place de la méthode d'actualisation des flux compliqué pour la l'évaluation des clubs de football. La méthode d'actualisation des flux (DCF, DDM) n'est pas une méthode d'évaluation optimale pour les clubs de football.

3. La valorisation par le modèle multivarié de Markham

a. Principe du modèle multivarié

Le modèle multivarié ou méthode multivariable est une méthode de valorisation pour les clubs de football mise au point en 2013 par le Dr Tom Markham de l'Université de Reading (Royaume-Uni) dans son papier de recherche, « What is the optimal method to value a football club ? ». Ayant fait le constat des grands écarts de valeur au niveau de la valorisation des clubs de football en fonction des méthodes appliqués, Markham s'est penché sur la problématique de valorisation afin de trouver une méthode optimale. Il a mis au point et appliqué cette méthode pour la valorisation des clubs de football de Premier League (première division anglaise).

L'élaboration du modèle prend premièrement en compte la capacité d'un club de football à générer des revenus, puisque l'évaluation d'un club détermine sa capacité à gagner de l'argent dans le futur. Les multiples de revenus qui sont beaucoup utilisés dans les approches des évaluateurs, montrent bien que les revenus générés par un club sont à considérer (Markham, 2013). Comme mentionné précédemment, les principaux revenus d'un club sont les droits TV, les sponsorings, les revenus de billetterie et la vente des produits dérivés (maillots, accessoires...).

Le deuxième élément pris en compte est la capacité d'un club à maîtriser ses coûts opérationnels. Donc le bénéfice net (ou perte) après impôt d'un club est inclus dans l'élaboration du modèle. Inclure le résultat net après impôt d'un club, permet de mesurer sa capacité contenir ses dépenses et surtout les salaires des joueurs, qui sont sujettes à de forte inflation.

L'actif net d'un club de football est le troisième élément inclus dans le modèle. En effet, les évaluations ne peuvent se faire sans l'examen des actifs et passifs de l'entité (Markham, 2013). Les principaux actifs d'un club sont le stade, les infrastructures sportives d'entraînement, les

contrats de joueurs. Par contre les passifs d'un club de football sont traditionnels qui sont les créances commerciales et les dettes.

Finalement, Markham met l'accent sur l'inclusion de certains indicateurs spécifiques au football qui méritent d'être pris en compte dans le modèle multivarié. Ces indicateurs clés de performance (KPI) de l'industrie du football sont :

- Le pourcentage de fréquentation du stade par un club, cela pour prendre en compte les revenus réalisés lors des jours de match. Cet indicateur est pris en compte car les revenus liés aux matchs à domicile sont très différents d'un club à un autre. La différence ne se fait au niveau des prix des billets ou des taux de fréquentations, mais au niveau de la capacité du stade (Markham, 2013). Ainsi, un club ayant un stade beaucoup plus grand sera susceptible de réaliser plus de revenus qu'un club ayant un stade plus petit.
- L'autre indicateur clé de performance à prendre en compte est le ratio salaires/chiffre d'affaires appelé « Wage ratio » en anglais. Ce ratio est un indicateur fondamental de la gestion des coûts d'un club, puisqu'il mesure en pourcentage les revenus qui sont absorbés par la masse salariale des joueurs. Un ratio salaires/chiffre d'affaires de 50% ou en dessous est considéré comme bon (Markham, 2013).

Subséquentement, l'identification des éléments clés pouvant influencer la valeur d'un club, nous mène à la formule suivante élaborée par Markham :

$$\text{Valeur du club} = \frac{(\text{Revenus} + \text{Actifs net}) * \left[\frac{(\text{Bénéfice net} + \text{Revenus})}{\text{Revenus}} \right] * \% \text{ Stade rempli}}{\% \text{ Ratio salarial}}$$

b. Analyse du modèle multivarié

Le modèle multivarié évalue concrètement la valeur des actions (Equity Value) d'un club de football, contrairement à certaines méthodes qui évalue la valeur de la firme (Enterprise Value). En effet, les modèles classiques comme le DCF calculent la valeur de la firme, de laquelle est déduite la valeur des dettes pour trouver la valeur des actions, par contre le modèle multivarié dans sa formule élimine dès le départ les dettes en incluant la valeur de l'actif net afin de trouver directement la valeur des actions du club.

D'un point de vu finance, la valorisation d'un club par le modèle multivarié peut être interprété comme étant la valeur de ce club à une saison spécifique ou un exercice donné. Le football est très dynamique et est en perpétuel changement où la performance sportive qui influence les résultats ne peut être garantie ; Tom Markham ayant conscience de cela a créé le modèle

multivarié différent des modèles classiques d'actualisation. La capacité d'un club sportif à générer des revenus à une saison spécifique et même à l'avenir, détermine en fin de compte son évaluation (Markham, 2013). D'où le fait que ce modèle se base principalement sur les revenus et les actifs nets pour déterminer la valeur d'un club.

Les variables sont disposées dans cette séquence pour les raisons suivantes :

- La première variable (Revenus + Actifs net) représente l'épine dorsale de ce modèle de valorisation. En effet, les revenus comprennent toutes les liquidités générées par le club au cours d'un exercice. Alors l'ajout de l'actif net permet simplement de déterminer la capacité future du club à générer de la trésorerie. Donc les actifs comme le stade, les infrastructures sportives et les joueurs enregistrés au bilan du club vont augmenter la valeur du club.
- Cette première variable est multipliée par le ratio $\frac{(\text{Bénéfice net} + \text{Revenus})}{\text{Revenus}}$, ce ratio examine la rentabilité d'un club par rapport à ces revenus. Ce ratio augmentera la valeur imminente dans le cas des clubs rentables (ce ratio sera supérieur à 1), ou diminuer la valeur dans le cas contraire.
- Le chiffre global obtenu des précédents calculs est multiplié par le % stade rempli, qui détermine l'efficacité avec laquelle le club utilise son stade qui est son principal actif différenciateur. Ainsi, plus le stade est utilisé jusqu'à son maximum (100%), plus la valorisation du club sera importante.
- Finalement, le chiffre global sera divisé par le ratio salarial (salaire/revenus) du club. Ce ratio détermine la capacité du club à maîtriser ses dépenses, étant donné que les salaires sont les principaux postes de dépenses d'un club de football. Plus ce ratio sera faible, plus la valeur du club sera élevée, et vice versa.

C'est un modèle simple à calculer mais pas trop simpliste, puisqu'il utilise des données comptables vérifiées pour et les indicateurs de performance clés du football, pour fournir une méthode de valorisation sur mesure pour les clubs de football dont le secteur est très différent du domaine ordinaire des entreprises (Markham, 2013). Cette méthode permet également une flexibilité pratique car elle donne la possibilité d'évaluer un club dans n'importe quel scénario de contingence tel que la qualification européenne ou la relégation en ajustant simplement les variables en conséquence.

c. Résultat du modèle

L'application du modèle multivarié de Markham sur les clubs de la Premier League anglaise a donné des résultats qui sont cohérents. L'annexe 3⁷ nous donne la valorisation des clubs de la première division anglaise sur 4 saisons. Ce tableau met en exergue différentes valeurs des clubs obtenues lorsqu'on applique la capitalisation boursière, la DCF, les multiples des revenus, la valorisation Forbes et le modèle multivarié.

Au regard des résultats de valorisation de clubs avec le modèle multivarié, on peut dire que l'évolution de la valeur des clubs n'est pas soumise à de grandes différences au fil des saisons. De plus les résultats de l'approche multivarié montrent qu'elle est comparable à la moyenne des valeurs des autres méthodes. L'application du modèle multivarié montre donc des résultats qui sont cohérents.

Cette cohérence des résultats obtenus a été vérifiée avec une méthode empirique, où la valorisation Forbes a été utilisée comme benchmark pour mesurer les différences entre celle-ci et la valorisation multivariable avec les prix des transactions exacts lors de l'achat des clubs. L'annexe 4⁸ nous en donne les détails. L'étude empirique a montré que la variation de la valorisation multivariable est plus faible que la variation de Forbes par rapport au prix d'acquisitions des clubs. Les valorisations du modèle multivarié sont proches des prix des transactions réelles des clubs par rapport aux valorisations Forbes.

Au regard, de tous les résultats que montrent le modèle multivarié, on peut donc dire que ce modèle est le plus fiable pour l'évaluation des clubs de football, bien qu'il puisse paraître perfectible sur certaines variables.

En conclusion, ce chapitre a d'abord rappelé le cadre du projet en décrivant l'univers sportif et discutant les problèmes liés à la valorisation des clubs de football. Ensuite, une brève description du modèle économique des clubs de football a été faite afin de permettre la compréhension de la manière dont les clubs de football génèrent et dépensent leurs trésoreries. Enfin, nous avons analysé les méthodes de valorisation dans le but de déterminer laquelle serait la mieux adaptée pour les clubs de football. Il s'est avéré que les méthodes par les multiples et l'actualisation des flux de trésoreries n'étaient pas appropriées pour les clubs de football ; seule la méthode multivariée de Markham apparaît comme étant la méthode la plus fiable pour cet

⁷ Markham, T., 2013. What is the optimal method to value a football club?

⁸ Markham, T., 2013. What is the optimal method to value a football club?

exercice. Ainsi, nous allons retenir l'approche multivariable pour la valorisation des clubs dans le chapitre suivant.

Chapitre 4 : Application de la méthode de valorisation

Dans ce chapitre, nous présenterons d'abord la mise en application de la méthode de valorisation retenue dans le chapitre précédent, à savoir le modèle multivarié de Tom Markham. L'application du modèle multivarié se fera sur la saison 2018-2019 pour les clubs suivants : Manchester United (Angleterre), Real Madrid (Espagne), Juventus de Turin (Italie) et l'Olympique Lyonnais (France). Le choix de ces clubs a été fait sur la base de la disponibilité de toutes les informations permettant la mise en application du modèle. Les informations utilisées sont principalement issues des rapports annuels certifiés des clubs et des données des spécialistes du football tels que KPMG Football Benchmark ⁹ et Transfermarkt.com¹⁰.

Ensuite, les résultats obtenus feront l'objet d'une comparaison avec les valorisations des spécialistes du football. Enfin, une discussion sera faite sur cette comparaison.

I. Application de la méthode multivariable

Le modèle multivarié comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, évalue la valeur des actions (equity value) d'un club de football en évaluant les revenus générés par un club ainsi que ses actifs qui lui permettront de générer de futurs revenus, le tout par rapport à sa masse salarial qui est le principal poste de dépense des clubs. À titre de rappel, cela est traduit par la formule suivante :

$$\text{Valeur du club} = \frac{(\text{Revenus} + \text{Actifs net}) * \left[\frac{(\text{Bénéfice net} + \text{Revenus})}{\text{Revenus}} \right] * \% \text{ Stade rempli}}{\% \text{ Ratio salarial}}$$

Pour l'application du modèle multivarié, nous allons procéder au calcul étape par étape de chaque variable de la formule et enfin faire le calcul de la valeur des clubs.

⁹ KPMG Football Benchmark est la plateforme où sont disponibles toutes les informations financières sur la valeur des clubs de football, la valeur des joueurs et aussi l'impact des clubs sur les médias sociaux.

¹⁰ Transfermarkt.com est un site reconnu où sont disponibles toutes les informations sportives les statistiques des clubs de football, des joueurs, des entraîneurs, des compétitions...

1. Actifs nets + Revenus

Cette variable est la colonne vertébrale du modèle puisqu'elle additionne les actifs nets détenus par le club et les revenus générés par le club. Le tableau ci-dessous nous donne les détails sur le calcul de l'actif nets ajoutés aux revenus.

Tableau X : Calcul Actifs nets + Revenus (en millier €)

Clubs	Actifs immobilisés	Actifs courants	Passifs Long termes	Passifs court termes	Actifs nets	Revenus	Actifs nets + Revenus
Manchester United	1,214,291	425,497	714,302	469,477	456,009	687,157	1,143,166
Real Madrid	725,776	412,607	132,868	472,759	532,756	755,128	1,287,884
Juventus	751,171	165,339	499,998	360,215	56,297	621,456	677,753
Olympique Lyonnais	526,341	103,342	244,422	118,829	266,432	309,024	575,456

Source : Rapport annuel 2019 des clubs

Nous constatons que Manchester United et le Real Madrid ont les valeurs d'Actifs nets + Revenus les plus élevés. Cela est dû à la forte valeur des actifs nets de ces clubs comparée à celle de la Juventus de Turin et de l'Olympique Lyonnais. Cette différence est faite au niveau de la balance actifs et passifs, en effet Manchester United et le Real Madrid ont des passifs beaucoup moins élevés que leurs actifs respectifs ; ce qui mène à de meilleures valeurs d'actifs nets ainsi qu'à leurs sommes avec les revenus ; et cela même si la Juventus et l'Olympique Lyonnais ont des revenus élevés.

Les actifs immobilisés de ces clubs sont très élevés en raison des valeurs des infrastructures sportives, mais aussi grâce aux valeurs des joueurs enregistrés ; ce qui est le cas de la majorité des équipes de football.

Ces résultats peuvent nous permettent de prédire que Manchester United et le Real Madrid seront les clubs avec les valeurs les plus élevées au terme de notre exercice de valorisation.

2. Le ratio (Revenus + Bénéfices net) / Revenus

Le ratio (Revenus + Bénéfices net) / Revenus examine la rentabilité du club par rapport à ses bénéfices globaux. Le tableau ci-dessous nous donne les résultats.

Tableau X : Calcul du ratio (Revenus + Bénéfices net) / Revenus

Clubs	Revenus (milliers €)	Bénéfices nets (Milliers €)	(Revenus + Bénéfices net) / Revenus
Manchester United	687,157	11,938	1.02
Real Madrid	755,128	38,394	1.05
Juventus	621,456	-39,896	0.94
Olympique Lyonnais	309,024	6,404	1.02

Source : Rapport annuel 2019 des clubs

Un ratio (Revenus + Bénéfices net) / Revenus supérieur à 1, boostera la valeur imminente d'un club. Manchester United, le Real Madrid et l'Olympique Lyonnais ont des ratios supérieurs à 1, ce qui veut dire la valeur imminente de ces clubs sera élevé. Seul la Juventus a un ratio en dessous de 1, cela est principalement dû au résultat net du club qui est négatif (perte).

3. Le pourcentage de remplissage du stade

Le pourcentage de remplissage du stade est un indicateur important pour un club de football, car il définit la capacité du club a généré des revenus avec son principale actif corporel. Un pourcentage proche de 100% montre que le club tire le maximum de revenu de cet actif. Le pourcentage pour les clubs sont disposés dans le tableau suivants :

Tableau X : Le pourcentage de remplissage du stade saison 2018-2019

Clubs	% stade rempli
Manchester United	99%
Real Madrid	75%
Juventus	95%
Olympique Lyonnais	83%

Source : Rapport annuel 2019 des clubs et Transfermarket.com

Manchester United et la Juventus de Turin ont les pourcentages les plus proches de 100%, ce qui impactera positivement leurs valeurs imminentes. En revanche le Real Madrid a le pourcentage le plus faible, cela témoigne de l'incapacité du club à tirer le maximum de revenu de son stade.

4. Le ratio salarial

Le ratio salarial est aussi un indicateur important pour les clubs de football, puisqu'il est le principal poste de dépense des clubs. Ce ratio est déterminant dans le modèle multivarié car plus ce ratio est élevé, plus la valeur du club sera impactée négativement. Le calcul du ratio salarial pour les clubs sélectionnés, nous est fourni dans le tableau ci-dessous.

Tableau X : Ratio salarial

Clubs	Revenus (milliers €)	Salaires (milliers €)	Ratio salarial (%)
Manchester United	687,157	332,356	48%
Real Madrid	755,128	360,270	48%
Juventus	621,456	267,724	43%
Olympique Lyonnais	309,024	130,900	42%

Source : Rapport annuel 2019 des clubs

Les ratios salariaux des clubs sont tous inférieurs à 50%, cela témoigne de leur maîtrise des principales charges que sont les salaires. Ces résultats ne peuvent qu'être positifs pour l'évaluation imminente de ces clubs.

5. Valeur des clubs

Les composantes du modèle multivarié calculés précédemment, nous permettent d'évaluer les clubs sélectionnés. Les valeurs des clubs sont reprises dans le tableau suivant :

Tableau X : Valorisation des clubs

Clubs	Actifs nets + Revenus	(Revenus + Bénéfices net) / Revenus	% stade rempli	Ratio salarial (%)	Valeur club (Equity Value)
Manchester United	1,143,166	1.02	99%	48%	2,380,548
Real Madrid	1,287,884	1.05	75%	48%	2,122,391
Juventus	677,753	0.94	95%	43%	1,391,414
Olympique Lyonnais	575,456	1.02	83%	42%	1,149,826

Source : Auteur

Comme nous l'avons mentionné précédemment le modèle évalue la valeur des actions d'un club. Les valeurs obtenues au terme de l'évaluation, nous donne des résultats où Manchester

United et le Real Madrid ont les valeurs les plus élevées. Ces résultats ne sont pas surprenants étant donné que ces deux clubs ont les valeurs la composante Actifs nets + Revenus les plus élevées. Cette composante étant la colonne vertébrale du modèle, cela ne pouvait que conduire à ces résultats.

Il faut noter que la Juventus de Turin ayant un ratio (Revenus + Bénéfices net) / Revenus inférieur à 1 en raison des pertes réalisés en 2019, a certainement vu sa valeur impactée négativement. Quant à la valeur du Real Madrid, on peut déduire que celle-ci a été probablement impacté négativement par le pourcentage de remplissage du stade qui est nettement faible que les autres clubs avec une taux 75%. Par contre, Manchester United est le club de notre sélection dont les différentes valeurs des composantes sont les meilleurs.

II. Discussion des résultats

Au regard des résultats obtenus lorsqu'on applique le modèle multivarié pour l'évaluation des clubs de football sélectionnés, on peut dire que les valeurs obtenues semblent cohérentes, compte tenu des informations utilisés provenant des rapports annuels de ces clubs.

Cependant, lorsqu'on compare les valeurs obtenues en appliquant le modèle multivarié avec les valeurs publiées par les spécialistes du football tels que KPMG¹¹, Forbes¹² et les valeurs du marché¹³, on constate des écarts importants. Cette comparaison est reprise dans le tableau ci-dessous.

Tableau X : Comparaison des valeurs des clubs

Clubs	Valeur club (millions €)			
	Valeur Entreprise (Marché)	KPMG	Forbes	Modèle multivarié
Manchester United	2,770	3,207	3,250	2,381
Real Madrid	n.a.	3,224	3,618	2,122
Juventus	1,550	1,548	1,291	1,391
Olympique Lyonnais	382	463	n.a.	1,150

Source : KPMG Football Benchmark, Forbes, Yahoo finance

¹¹ KPMG Football Benchmark : The European Elite 2019, Football Clubs' Valuation

¹² Forbes : The World's Most Valuable Soccer Teams 2019

¹³ Valeur Entreprise (VE) : Yahoo finance 23/09/2020

L'évaluation des clubs avec le modèle multivarié donne des valeurs avec des écarts importants en comparaison avec les évaluations de KPMG et Forbes. Ce qui n'est pas surprenant car les méthodes utilisées par KPMG et Forbes sont complètement différentes du modèle multivarié. Dans notre cas de figure, seule la valeur de la Juventus de Turin concorde légèrement avec celles de KPMG, Forbes et la valeur de marché.

La méthode d'évaluation de KPMG se fait à partir d'une méthode qu'ils ont mis au point. En effet, leur méthode se base sur le multiple des revenus auquel est appliqué des paramètres spécifiques que sont la rentabilité, la popularité sur les médias sociaux, le potentiel sportif, les droits de diffusion TV et la propriété du stade (KPMG, 2019). La rentabilité est prise en compte car elle permet de déterminer la capacité du club à maîtriser ses charges (salaires des joueurs et du personnel technique) et générer des bénéfices. La popularité sur les médias sociaux car il existe une corrélation entre le succès sur le terrain et l'engagement dans les médias sociaux qui s'exprime par le nombre d'abonnés sur les médias sociaux. Le potentiel de réussite d'un club sur le terrain peut générer des revenus importants, de ce fait la valeur marchande de l'équipe est évaluée et intégrée dans la formule. L'impact des droits TV est non négligeable car il joue un rôle dans le potentiel de génération de revenus. Enfin la propriété du stade qui est un atout important d'un club représente plus de possibilités de générer des revenus.

L'évaluation Forbes se fait à partir des données des rapports annuels des clubs, mais aussi des données du rapport de Football Money League de Deloitte et aussi sur les données du site web Swiss Ramble (Ozanian, 2019). Par ailleurs, le magazine Forbes s'appuie sur certaines données qu'il obtient des grands banquiers sportifs du monde pour leurs évaluations.

Les valeurs de marché de Manchester United et de la Juventus de Turin concordent plus ou moins avec les valeurs du modèle multivarié. Cela montre que selon le modèle multivarié, Manchester United et de la Juventus de Turin ne sont ni surévalués ou sous-évalués. Par contre, la valeur de l'Olympique Lyonnais selon le modèle multivarié, nous montre une surévaluation de ce club par rapport aux autres évaluations. Cela peut s'expliquer par les paramètres utilisés dans le modèle multivarié qui sont différents des autres méthodes de valorisation.

Pour conclure, ce chapitre a fait l'objet de l'application du modèle multivarié pour l'évaluation des clubs sélectionnés à savoir Manchester United (Angleterre), Real Madrid (Espagne), Juventus de Turin (Italie) et l'Olympique Lyonnais (France). Les résultats ont montré que les valeurs obtenues avec le modèle multivarié sont très différentes des valeurs des certains

spécialistes (KPMG, Forbes). En effet, les valeurs du modèle multivariés sont inférieurs avec un écart de près 1 milliards d'euros (cas de Manchester United et du Real de Madrid). Cependant, les valeurs du modèle concordent en générale avec les valeurs de marché et dans certains cas avec celles des spécialistes (cas de la Juventus de Turin). On peut donc conclure que le modèle multivarié n'est pas une méthode complètement optimale pour l'évaluation des clubs de football, mais ce modèle demeure quand même fiable.

Conclusion

Il est très important pour les professionnels d'évaluations d'entreprises de disposer de la meilleure méthode de valorisation, notamment dans les opérations de fusion et acquisition. C'est pourquoi davantage d'études ont été réalisées dans le but de déterminer les meilleures méthodes à appliquer, dans le cadre des évaluations d'entreprises en fonction du secteur d'activités dans lequel elles évoluent. Le but est de mener l'évaluation d'une entreprise pour déterminer sa valeur exacte.

D'innombrables recherches ont été menées sur la valorisation des entreprises, mais il reste encore quelques parties à explorer surtout dans le domaine des clubs sportifs. La présente étude a été conçue pour déterminer la méthode de valorisation optimale pour les clubs de football. Nous devons répondre à la question suivante : **Quelles méthodes de valorisation pour les clubs sportifs précisément les clubs de football ?** Nous avons pour objectif de mener une étude allant de l'analyse des méthodes existantes de valorisation et d'en dégager celle optimale pour l'évaluation des clubs de football. En outre, cette étude a tenté également d'examiner d'autres facteurs qui pourraient nous aider à répondre à la problématique de notre travail. Pour ce faire, nous avons d'abord présenté le contexte de notre projet à savoir les fusions et acquisitions et ainsi que le cadre théorique dans lequel nous avons présenté les différentes méthodes de valorisations. Ensuite nous avons analysé les différentes méthodes de valorisation afin de retenir la méthode optimale pour la valorisation des clubs de football. Enfin, nous avons appliqué la méthode retenue et avons comparé les résultats avec les valorisations de d'autres spécialistes du football.

Cette étude a permis d'identifier les principales conclusions sur les méthodes de valorisation des clubs de football. Tout d'abord l'étude a montré que les méthodes de valorisation classiques les plus utilisés à savoir la méthode de valorisation par les multiples et celle par l'actualisation des flux futurs n'étaient pas optimales pour l'évaluation des clubs de football. En effet, la méthode par les multiples a montré quelques défaillances d'abord quant à la constitution des échantillons comparables pour sa mise en place, puisque les clubs cotés en Europe ne sont pas représentatifs de la majorité des clubs européens. De plus, la pauvreté des informations historiques mais surtout prévisionnels des clubs cotés en bourse, constitue un réel frein à l'application de la méthode de valorisation par les multiples. La méthode par l'actualisation des flux futurs a été jugée inadapté en raison de la difficulté de prévision des flux de trésoreries

futurs à cause de l'instabilité des revenus des clubs de football en générale, car les revenus des clubs de football dépendent fortement de la performance sportive. En plus, l'estimation du taux d'actualisation paraît quasiment impossible en raison de l'estimation d'un coefficient bêta potentiellement biaisé. L'étude nous a montré les limites de ces méthodes et nous a amené à nous tourner vers la méthode multivariée développée par Dr Tom Markham. Cette méthode qui se base sur les revenus et qui prends en compte les principaux indicateurs clés du football, a été testé sur les clubs de Premier League anglaise et jugé optimale pour la valorisation des clubs de football. L'application de cette méthode sur les clubs de football sélectionnés, nous a montré que les valeurs de ces clubs concordaient plus ou moins avec les valeurs de marché de ces clubs. Par contre, il n'en demeure pas moins que les valeurs de ces clubs avec le modèle multivarié sont énormément différentes (fortement inférieurs) de celles de certains spécialistes comme KPMG et Forbes. Ce qui nous laisse penser que soit le modèle multivarié comparément à Forbes et KPMG sous-évalue les clubs ou soit les valorisations de KPMG et Forbes surévaluent les clubs de football.

L'un des objectifs de cette étude était de faire des recommandations aux professionnels du département Corporate Finance de la banque ING Belgique afin de les aider à déterminer la méthode de valorisation adaptée pour l'évaluation des clubs de football. À la lumière des résultats obtenus, la recommandation majeure que nous pouvons faire est l'adoption de la méthode multivariable pour l'évaluation des clubs de football européens. En effet, cette méthode comparément aux méthodes classiques de valorisation est relativement simple à appliquer puisque les différentes informations nécessaires à son application peuvent être simple à réunir. Cette méthode de valorisation est faite sur mesure pour les clubs de football dont le secteur est très différent du domaine ordinaire des entreprises. Cette méthode permet également une flexibilité pratique car elle donne la possibilité d'évaluer un club dans n'importe quel scénario de contingence tel que la qualification européenne ou la relégation en ajustant simplement les variables en conséquence. De plus, bien que cette méthode ait des résultats complètement différents de celles de certains spécialistes, elle reste quand même pertinente puisque ses résultats sont quelques peu similaires aux valeurs de marché de certains clubs et similaires aussi aux montants des transactions historiques d'acquisitions de clubs.

Certaines limites ont été identifiées au cours de notre étude. En effet, le modèle multivarié a été effectué sur un petit échantillon de clubs européens en raison de la difficulté à l'accès à l'information financière mais aussi à certaines données nécessaires comme les salaires des joueurs, le pourcentage d'affluence du stade ; ce qui a limité notre analyse. L'accès à ces

informations auraient pu rendre notre étude encore plus significative. De plus les contraintes de temps et de budget ne nous ont pas permis d'explorer d'autres facteurs, qui auraient pu être utiles dans notre étude.

De nombreuses recherches existent sur la valorisation des clubs sportifs aux États-Unis et au Canada, mais il y a une certaine pauvreté de recherches sur la valorisation de clubs sportifs notamment de football en Europe. Ce mémoire-projet a analysé les différentes méthodes de valorisations pour l'évaluation des clubs de football et peut être une base pour d'autres recherches. En effet, dans notre étude nous avons constaté que le modèle multivarié, bien qu'étant une méthode fiable pour l'évaluation des clubs de football, peut être perfectible et améliorer sur certains points. Par exemple, cette méthode prend en compte l'actif net dans la valorisation du club ; cet actif net peut être réévalué par exemple en réévaluant la valeur des joueurs qui sont enregistrés à l'actif du club puisque la valeur de marché des joueurs fluctue en fonction des performances sportives individuelles des joueurs. Cela devrait être pris en compte dans la détermination de l'actif net des clubs afin de tenir compte des plus-values et moins-values qui impacteraient la valeur des clubs.

En résumé, ce mémoire-projet a élargi notre connaissance sur les méthodes de valorisation, en particulier les méthodes de valorisation pertinentes pour l'évaluation des clubs de football. Cette étude a permis d'atteindre l'objectif principale de recherche qui était d'évaluer de manière critique la littérature relative aux méthodes de valorisation et d'en dégager la méthode optimale pour l'évaluation des clubs de football afin de faire des recommandations à la banque ING Belgique qui les aideraient dans leur projet concernant l'univers du football. Cette étude a atteint avec succès les objectifs de recherche.

Bibliographie

- Andreff, W., 2017. Le modèle économique du football européen. 2(47), pp. 41-59.
- Augustin, J.-P. & Fuchs, J., 2014. Le sport, un marqueur majeur de la jeunesse. *Agora débats/jeunesses*, 3(68), pp. 61-70.
- Bancel, F., Belgodère, B. & Philippe, H., 2019. *Créer de la valeur dans le football: Comment évaluer les clubs et leurs actifs*. Paris: RB Edition.
- Benkraiem, R., Roy, F. L. & Louhichi, W., 2012. Football et Bourse : Analyse de la volatilité autour des annonces de résultats. *Recherches en Sciences de Gestion*, 4(91), pp. 83-106.
- Berk, J. & DeMarzo, P., 2017. *Finance d'entreprise*. 4e éd. Montreuil: Pearson France.
- Bernard, L., 2020. *Voici les sports les plus populaires dans le monde entier*. [En ligne]
Available at: https://www.infos.fr/sport/2020/02/17/sports-plus-populaires-monde/?refresh_ce
[Accès le 09 09 2020].
- Ceddaha, F., 2004. *Fusions acquisitions*. Paris: Economica.
- Courtois, M. & Dumazy, G., 2018. *Les coulisses du métier d'avocat en droit des affaires* [Interview] (2 Mai 2018).
- Damodaran, A., 2007. *Finance d'entreprise: Théorie et pratique*. 2e éd. Bruxelles: De Boeck and Larcier.
- Ellyatt, H., 2018. *The World Cup will give Russia's economy a boost - just don't expect it to last*. [En ligne]
Available at: <https://www.cnbc.com/2018/06/14/russia-world-cup-will-give-economy-a-boost.html>
[Accès le 1 Septembre 2020].
- Fleurot, G., 2017. *Monaco a fait un retour sur investissement de 631% sur Mbappé, Silva, Bakayoko et Mendy*. [En ligne]
Available at: <https://www.lequipe.fr/Football/Actualites/Monaco-a-fait-un-retour-sur-investissement-de-631-sur-mbappe-silva-bakayoko-et-mendy/832005>
[Accès le 9 Septembre 2020].
- Giovanni, J. d., 2005. What drives capital flows? The case of cross-border. *Journal of International Economics*, 65(1), pp. 127-149.
- Hall, S., 2018. *World Economic Forum*. [En ligne]
Available at: <https://www.weforum.org/agenda/2018/06/world-cup-football-smart-investment-russia-host/>
[Accès le 27 Août 2020].
- Hawawini, G. & Viallet, C., 1999. *Finance for executives: Managing for value creation*. 1e éd. Cincinnati: South-western college publishing.
- Hitt, M. A., Harrison, J. S. & Ireland, R. D., 2001. *Mergers and acquisitions : A guide to creating value for stakeholders*. 1e éd. Oxford: Oxford university press.

- Javary, S., 2018. *Opérations de fusions-acquisitions et ECM : quel est le rôle des banques ?* [Interview] (11 Novembre 2018).
- Kaen , F. R., 1995. *Corporate finance*. Massachsesetts: Basil Blackwell.
- KPMG, 2019. *KPMG Football benchmark*. [En ligne]
Available at: https://www.footballbenchmark.com/library/football_clubs_valuation_the_european_elite_2019
[Accès le 25 Septembre 2020].
- Levasseur , M. & Quintart, A., 1998. *Finance*. 3e éd. Paris: Economica.
- Markham, T., 2013. *What is the optimal method to value a football club?*. [En ligne]
Available at: <https://www.sportingintelligence.com/wp-content/uploads/2013/03/Markham-paper.pdf>
[Accès le 1 Septembre 2020].
- Nigh , J. O. & Boschetti, M., 2006. M&A due diligence: The 360-degree view. *Emphasis*, pp. 6-9.
- Ozanian, M., 2019. *Les équipes de football les plus précieuses du monde 2019: le Real Madrid est de retour au sommet, à 4,24 milliards de dollars*. [En ligne]
Available at: <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2019/05/29/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2019/#7df05f9e40d6>
[Accès le 25 Septembre 2020].
- Paché, G. & N'Goala, G., 2011. es stratégies de création et d'appropriation de la valeur dans un contexte d'incertitude majeure : le cas du football professionnel. *Management & Avenir*, 6(46), pp. 53-78.
- Pike , R. & Neale, B., 2003. *Corporate finance and investment: decisions and strategies*. 4e éd. Essex: Pearson education .
- Shapiro, A. C. & Balbier, S. D., 2000. *Modern corporate finance*. 1 éd. Upper saddle river: Prentice-Hall.
- Skaife , H. A. & Wangerin, D. D., 2013. Target financial reporting quality and M&A deals that go bust. *Contemporary accounting research* , 30(2), pp. 719-749.
- Straub, T., 2007. *Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions*. Wiesbaden: GWV Fachverlage.
- Thiebierge, C., Chalençon, L., Nivoix, S. & Köehl, J., 2018. *Finance d'entreprise*. Paris: Vuibert.
- Vernimmen, P. et al., 2005. *Corporate finance: theory and practice*. 6e éd. Chichester: John Wiley & Sons.
- www.about.ing.be, 2019. *Brief History*. [En ligne]
Available at: <https://about.ing.be/About-ING/ING-Belgium/ING-Belgium/History.htm>
[Accès le 1 Août 2019].

www.about.ing.be, 2019. *Structure et organisation*. [En ligne]
Available at: <https://about.ing.be/A-propos-dING/ING-Belgique/ING-Belgique/Structure-et-organisation.htm>
[Accès le 1 Août 2019].

www.auris-finance.fr/, 2019. *Les différentes méthodes de d'évaluation d'entreprise*. [En ligne]
Available at: <https://auris-finance.fr/methodes-evaluation-entreprise/>
[Accès le 4 Août 2019].

www.docurex.com, 2016. *The Main Types of Mergers and Acquisitions*. [En ligne]
Available at: <https://www.docurex.com/en/the-main-types-of-mergers-and-acquisitions/>
[Accès le 2 Août 2019].

www.wallstreetmojo.com, 2019. *What are mergers and acquisitions*. [En ligne]
Available at: <https://www.wallstreetmojo.com/mergers-and-acquisitions/>
[Accès le 2 Août 2019].

ANNEXES

Annexe 1 : Multiples des clubs de football cotés au 23/09/2020

Nom	Pays	VE (€ millions)	VE/CA		VE/EBITDA		Classement championnat (2019/2020)	Propriétaire stade
			2020	2021	2020	2021		
Borussia Dortmund	Allemagne	552.58	1.09x	n.a.	6.28x	n.a.	2	Oui
Manchester United	Grande Bretagne	2,770	5.81x	n.a.	20.59x	n.a.	3	Oui
Celtic	Grande Bretagne	552.58	1.09x	n.a.	6.28x	n.a.	1	Oui
FC Porto	Portugal	246.49	2.06x	n.a.	16.99x	n.a.	1	Oui
Benfica	Portugal	157.15	1.12x	n.a.	1.46x	n.a.	2	Oui
Sporting Lisbonne	Portugal	173.64	3.1x	n.a.	3.4x	n.a.	4	Oui
Ajax Amsterdam	Pays-Bas	360.25	1.75x	n.a.	3.42x	n.a.	1	Non
Olympique Lyonnais	France	382.16	1.13x	n.a.	4.6x	n.a.	7	Oui
Fenerbahçe	Turquie	555.83	9.18x	n.a.	25.78x	n.a.	7	Oui
Galatasaray	Turquie	386.85	3.87x	n.a.	10.81x	n.a.	6	Oui
Besiktas	Turquie	224.55	4.03x	n.a.	(22.07)x	n.a.	3	Oui
Trabzonspor	Turquie	228.99	4.62x	n.a.	10.29	n.a.	2	Non
Brondby	Danemark	42.67	0.25x	n.a.	(0.69)x	n.a.	4	Oui
Aarhus	Danemark	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3	Oui
Silkeborg	Danemark	65.93	7.65x	n.a.	16.88x	n.a.	14	Non
Aalborg	Danemark	1.68	0.22x	n.a.	2.14x	n.a.	6	Oui
AIK Fotboll	Suède	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12	Non
AS Roma	Italie	474.11	2.88x	n.a.	36.93x	n.a.	5	Non
Lazio Rome	Italie	107.65	0.73x	n.a.	3.01x	n.a.	4	Non
Juventus Turin	Italie	1,550	2.53x	n.a.	15.06x	n.a.	1	Oui

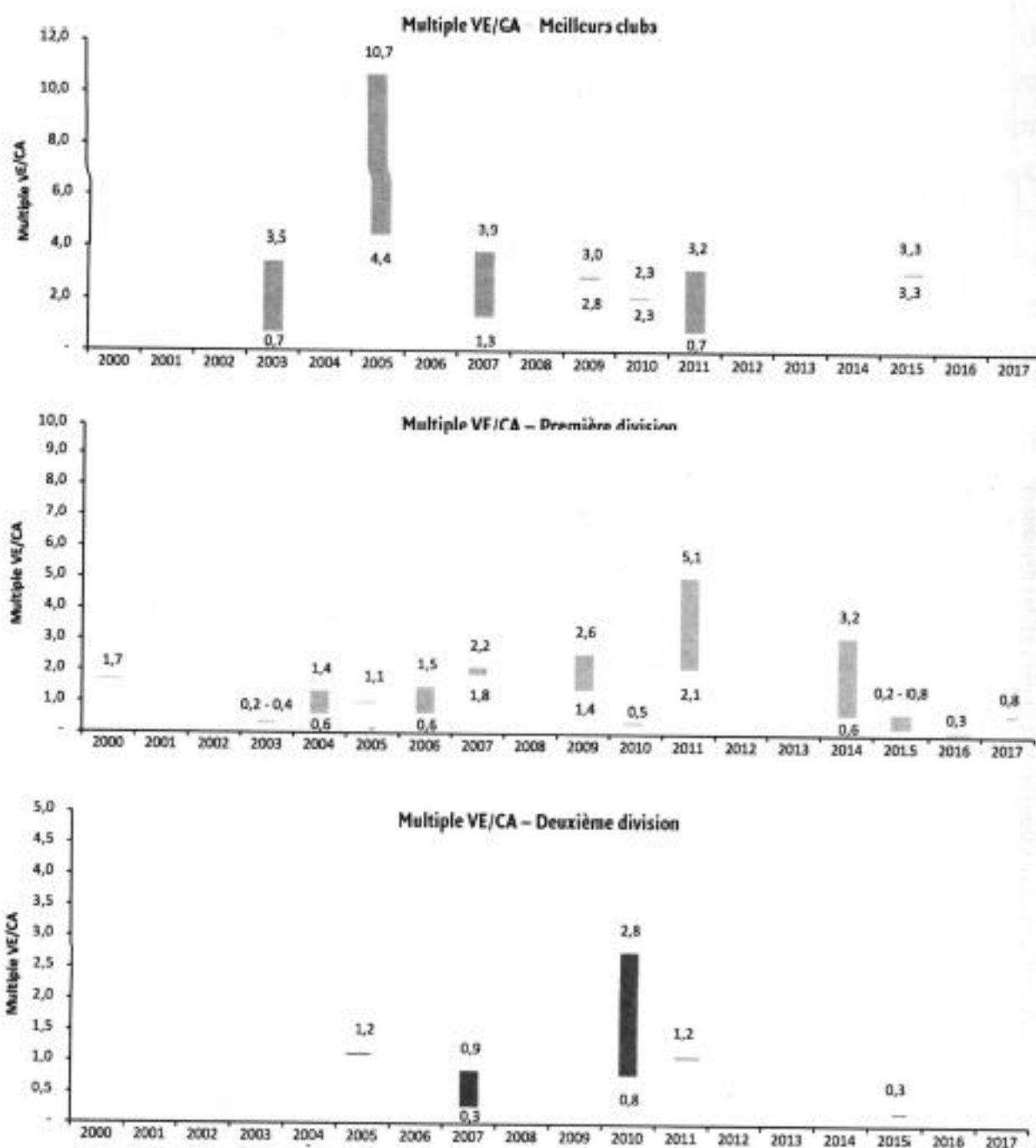
Annexe 2

Caractéristiques financières des transactions des clubs de football (en fonction des années et des divisions)

Nombre de transactions par an																	
millions d'euros	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Top Club	1	0	0	2	0	4	1	7	0	4	4	8	5	0	8	5	2
First division	2	0	0	3	4	4	8	7	4	9	15	16	4	4	12	3	11
Second division	0	0	2	1	1	3	8	7	7	0	14	8	7	7	0	5	4
Third division	1	1	0	0	0	0	0	3	0	2	6	3	6	2	8	2	2
Other divisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	1
Total	4	1	2	6	5	11	17	23	11	15	39	36	23	14	30	15	20
Valeur totale des transactions par an																	
Top Club	131	0	0	152	0	1610	14	440	0	207	130	1067	384	0	577	703	100
First division	42	0	0	13	55	40	326	392	352	420	356	327	63	355	217	18	1440
Second division	0	0	16	11	6	78	214	22	168	0	326	71	85	63	62	98	95
Third division	17	0	0	0	0	0	0	3	0	9	19	6	55	2	8	4	4
Other divisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	1
Total	189	0,03	16	176	62	1737	553	866	519	635	832	1472	587	429	828	823	1639
Valeur moyenne des transactions par an																	
Top Club	131	n.a.	n.a.	76	n.a.	402	14	64	n.a.	52	33	133	77	n.a.	82	141	50
First division	21	n.a.	n.a.	4	14	12	41	56	88	47	24	20	16	89	16	6	131
Second division	n.a.	n.a.	8	11	6	26	27	3	24	n.a.	23	9	12	9	7	20	24
Third division	17	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3	n.a.	4	3	2	9	1		3	2
Other divisions	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1	0	1	n.a.	n.a.	1
Total	56	0	8	30	10	147	27	31	56	34	21	33	43	25	27	42	41
Valeur médiane des transactions par an																	
Top Club	131	n.a.	n.a.	76	n.a.	204	14	62	n.a.	49	16	91	73	n.a.	98	53	50
First division	21	n.a.	n.a.	2	12	10	18	25	46	7	2	7	4	27	3	0	81
Second division	n.a.	n.a.	8	11	6	14	26	1	5	n.a.	14	6	2	2	4	13	19
Third division	17	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3	n.a.	4	2	2	5	1		2	2
Other divisions	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1	0	1	n.a.	n.a.	1
Total	56	0	8	29	9	76	19	22	25	20	9	21	17	8	27	17	31

Source : Bancel, F., Belgodère, B. & Philippe, H., 2019. Créer de la valeur dans le football: Comment évaluer les clubs et leurs actifs. P.103

Multiples du chiffre d'affaires observés au cours des transactions (en fonction des années et des divisions)



Source : Bancel, F., Belgodère, B. & Philippe, H., 2019. Créer de la valeur dans le football: Comment évaluer les clubs et leurs actifs. P.104

Annexe 3 : Tableau des résultats de la valorisation de Markham sur 4 saisons

Season	Club	Market Cap. (£m)	DCF (£m) ⁱ	Rev. Multiples (£m) ⁱ	Forbes (£m)	Multivariate (£m) ⁱ
2011/12	Manchester United ⁱⁱ	1,491.2 ^{viii}	987	497.2	1,394.80	1,060.40
2011/12	Arsenal ⁱⁱⁱ	1,003.30	790.8	340.2	806.3	942.9
2011/12	Chelsea	N/A	N/A	333.4	474.9	510.5 ^{vii}
2011/12	Liverpool	N/A	N/A	275.5	386.3	352.2
2011/12	Tottenham Hotspur	83.6 ^{ix}	684.5	245.2	352	436.3
2011/12	Manchester City	N/A	N/A	229.8	276.5	401.1 ^{iv}
2010/11	Manchester United ⁱⁱ	N/A	1,404.50	429.6	1,243.60	958.2
2010/11	Arsenal ⁱⁱⁱ	715.5	1,022.00	336.5	802.4	940.7
2010/11	Chelsea	N/A	N/A	308.7	440	426.4 ^{vii}
2010/11	Liverpool	N/A	261.7	276.8	369.1	449.6 ^{vii}
2010/11	Tottenham Hotspur	130.5	579.9	179.7	275.5	317.3
2010/11	Manchester City	N/A	N/A	187.6	194.6	411.1 ^{iv}
2009/10	Manchester United ⁱⁱ	N/A	753.9	295.7	1,115.50	952.5
2009/10	Arsenal ⁱⁱⁱ	606.6	1,044.10	294.8	718	867.1
2009/10	Liverpool	N/A	239.2	266	499.7	520.6 ^{vii}
2009/10	Chelsea	N/A	N/A	305	392.7	409.8
2009/10	Tottenham Hotspur	80.3	1,082.20	169.5	226.1	367
2009/10	Manchester City	N/A	N/A	130.5	156.8	256.4 ^{iv}
2009/10	Newcastle United	N/A	N/A	129.1	120.4	148.2 ^{vii}
2008/09	Manchester United ⁱⁱ	N/A	1,137.80	384.4	939.5	960.7
2008/09	Arsenal ⁱⁱⁱ	420	846.6	334.5	602.9	938
2008/09	Liverpool	N/A	441.8	238.6	507.4	332.6
2008/09	Chelsea	N/A	N/A	315.3	401.9	549.0 ^{vii}
2008/09	Tottenham Hotspur	84	630.1	172.2	223.6	251.1
2008/09	Manchester City	N/A	19.2	123.4	155.7	276.2 ^{iv}
2008/09	Newcastle United	N/A	N/A	149	143.2	137.3 ^{vii}

Source : Markham, T., 2013. What is the optimal method to value a football club?

Annexe 4 : Comparaison des valeurs de vente réelles des clubs aux variations des évaluations Forbes et multivariées avec calcul de la moyenne et de l'écart-type 2003/04 - 2011/12

Transaction Date	Club	Cost (£m)	Forbes Variation (£m)	Variation on actual %	Multivariate Variation (£m)	Variation on actual %
22-Dec-03	Bolton Wanderers	53.6	N/A	N/A	-2.5	-4.7
28-Jun-05	Manchester United	800	-109.8	-13.7	0.5	0.1
19-Jul-06	Portsmouth	64	N/A	N/A	-21	-32.8
14-Aug-06	Aston Villa	75.2	0.5	0.7	6.4	8.6
21-Nov-06	West Ham United	108	N/A	N/A	3.7	3.4
06-Feb-07	Liverpool	219	26.6	12.1	40.7	18.6
06-Jul-07	Manchester City	81.6	42.2	51.8	-7	-8.6
18-Jul-07	Newcastle United	131	9.7	7.4	2.4	1.8
28-Jan-08	Derby County	20	N/A	N/A	0.9	4.4
23-Sep-08	Manchester City	233.3	-138.2	-59.2	8	3.4
28-May-09	Sunderland	20	N/A	N/A	0.1	0.6
20-Aug-09	Birmingham City	96.5	N/A	N/A	-13.9	-14.4
19-Nov-10	Blackburn Rovers	43.7	N/A	N/A	25.9	59.2
15-Oct-10	Liverpool	300	207.4	69.1	32.6	10.9
18-Aug-11	Queens Park Rangers	68.18	N/A	N/A	-6.2	-9
Average				-9.7		2.8
Standard Deviation				42.2		19.7

Source : Markham, T., 2013. What is the optimal method to value a football club?